



Les marchés fonciers à l'épreuve de la mondialisation, nouveaux enjeux pour la théorie économique et pour les politiques publiques

Natacha Aveline-Dubach

► To cite this version:

Natacha Aveline-Dubach. Les marchés fonciers à l'épreuve de la mondialisation, nouveaux enjeux pour la théorie économique et pour les politiques publiques. Sciences de l'Homme et Société. Université Lumière - Lyon II, 2005. tel-00394000

HAL Id: tel-00394000

<https://theses.hal.science/tel-00394000>

Submitted on 10 Jun 2009

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Les marchés fonciers à l'épreuve de la mondialisation

**Nouveaux enjeux pour la théorie économique et
pour les politiques publiques**

Mémoire d'habilitation à diriger des recherches
Natacha Aveline
Avril 2005

SOMMAIRE

| | |
|---|---------------|
| Introduction | 4 |
| Première partie. Les théories de la rente foncière et leurs dérivés | 7 |
| I. Les paradigmes de la rente foncière | 8 |
| I-1. La fertilité différentielle de Ricardo-Marx | 8 |
| I-2. La rente spatiale de Von Thünen | 14 |
| II. Les néo-classiques et la rente | 16 |
| II-1. Walras et la productivité marginale de la terre | 16 |
| II-2. L'approche singulière de Marshall | 18 |
| III. Les adaptations du modèle ricardo-marxien de la rente | 20 |
| III-1. L'approche orthodoxe des néo-marxistes français | 20 |
| III-2. La théorie de la rente chez les auteurs nord-américains | 26 |
| IV. Adaptation du modèle thunénien au contexte urbain | 28 |
| IV-1. Le modèle urbain d'Alonso-Muth | 28 |
| IV-2. Les travaux de la NEU | 31 |
| IV-3. La NEU et les politiques publique | 37 |
| IV-4. Un dérivé du modèle standard: | |
| les méthodes de prix hédoniques | 40 |
| Bibliographie | 47 |
| Deuxième partie. Les dynamiques foncières dans un environnement global | 52 |
| I. Cycles immobiliers et expansion de la finance de marché | 53 |
| I.1. Concomitance des cycles | 53 |
| I-2. Genèse de la globalisation financière | 56 |
| II. L'immobilier dans un environnement globalisé | 58 |
| II.1. Financiarisation de l'immobilier | 58 |
| II.2. Les recompositions territoriales | 76 |
| III. Le renouvellement des théories sur la spéculation | 81 |
| III.1. La théorie de Keynes revisitée | 82 |
| III.2. Théorie des bulles | 87 |
| III.3. Les bulles dans l'immobilier | 89 |
| III.4. Évolution de la notion de spéculation | 94 |
| IV. Les cycles dans l'immobilier | 98 |
| IV.1. Cycles immobiliers et cycles économiques | 98 |
| IV-2. Caractères des cycles immobiliers | 100 |
| IV-3. De nouvelles formes de cycles | 106 |
| Bibliographie | 112 |

| | |
|---|-----|
| Troisième partie. Connaissances empiriques sur les déterminants du prix du sol | 125 |
| I. Les déterminants des loyers et des prix dans l’immobilier | 126 |
| I.1. L’immobilier de bureau | 126 |
| I-2. Le secteur du logement | 130 |
| I-3. Articulation foncier-immobilier | 132 |
| II. Les terrains les plus chers du monde | 140 |
| II.1. Les villes d’Asie en tête du palmarès des valeurs Foncières | 140 |
| II.2. À la source des hauts niveaux du prix du sol | 142 |
| Bibliographie | 156 |
| Quatrième partie. La puissance publique et les marchés fonciers | 158 |
| I. Le nouveau contexte de l’action publique | 159 |
| I.1. La gouvernance urbaine | 159 |
| I.2. Les nouvelles formes du droit de propriété | 165 |
| II. Combattre les mécanismes spéculatifs | 174 |
| II.1. La régulation par les taux d’intérêt | 174 |
| II.2. Le resserrement de la réglementation | 182 |
| II.3. L’intervention sur les marchés fonciers | 188 |
| III. Diversité des politiques foncières | 195 |
| III.1. Les trois grands paradigmes en vigueur | 195 |
| III.2. Le logement social, clé des politiques foncières | 197 |
| Bibliographie | 201 |
| Conclusion | 209 |

Introduction

Land is the habitation of man, the store-house upon which he must draw for all his needs, the material to which his labour must be applied for the supply of all his desires... on the land we are born, from it we live, to it we return again –children of the soil as truly as is the blade of grass or the flower of the field. Take away from man all that belongs to land, and he is but a disembodied spirit.

Henri George, Progrès et pauvreté, 1881

La France est en proie à une flambée spéculative dans l'immobilier résidentiel. Les années d'euphorie boursière, qui ont enrichi notablement les porteurs d'actions avant le drame du 11 septembre, ont sans conteste nourri par leurs énormes bénéfices le marché immobilier et donné lieu, avec un certain décalage, à un cycle de croissance dans ce secteur. De 1998 à 2004, le prix du logement a explosé de 70%, avec une accélération à partir de 2002, tandis que les revenus des ménages n'ont progressé que de 24% dans le même temps. Aucune région française, aucune grande ville n'échappe à la flambée des prix. Pire encore : voilà que les étrangers s'en prennent à notre patrimoine. Chassés par des prix encore plus extravagants chez eux, des Britanniques viennent trouver refuge dans nos pittoresques villages du nord de la France. Et dans nos grandes métropoles, Paris, Lyon et Marseille, les investisseurs américains fondent sur notre patrimoine résidentiel de prestige, afin d'en extraire, tant qu'il est encore temps, de substantielles plus-values.

Le sentiment anti-américain du moment, relayé par les media, ne doit pas faire oublier qu'il y a peu, c'étaient les Japonais qui étaient accusés « d'acheter le monde ». Dans les années 1980 en effet, les entreprises nipponnes avaient mis la main sur la fine fleur de l'immobilier de bureaux du « Triangle d'Or » parisien. De même s'étaient-elles emparées, à New York et à Los Angeles, des immeubles emblématiques du capitalisme américain, comme le Rockefeller Center. On accusait alors les Japonais de faire monter les prix en achetant partout sans compter. Mais que dire des opérateurs locaux qui les imitaient, se transformant en marchands de biens pour « faire la culbute »? Et que dire aujourd'hui des investisseurs institutionnels, voire des municipalités, qui actent leurs plus-values en vendant leurs immeubles aux fonds d'investissements nord-américains, sans souci du devenir des locataires ?

Le phénomène de vente à la découpe n'a pas frappé que des nantis. Nombreux sont les locataires « découpés » qui ne sont pas à même d'acquérir le logement qu'ils occupent ou bien préféreraient tout simplement demeurer locataires. Que doit-on privilégier ? Le droit du propriétaire à vendre quand bon lui semble ou le droit de l'occupant à conserver l'usage de son logement ? Notre société est mise en demeure de faire des choix. En réalité, ce que nous enseignent ces affaires de vente à la découpe, c'est que les marchés immobiliers sont

désormais « globalisés » et que nous n'avons pas encore inventé de nouveaux modes de régulation adaptés à cette nouvelle situation.

L'immobilier a connu, en effet, une profonde transformation de son environnement au cours de ces dernières décennies. La libéralisation des marchés financiers a non seulement autorisé des transferts massifs d'épargne sur la planète, mais en sapant les dispositifs régulateurs qui encadraient la production urbaine, elle a placé les actifs fonciers et immobiliers dans les circuits financiers mondiaux. L'industrie immobilière s'est adaptée à cette nouvelle donne, développant de nouvelles formules d'investissement comme la titrisation (achats de titres dans des fonds d'investissement immobilier de type SCPI ou REITs) et empruntant ses outils d'analyse à l'économie financière. L'immobilier se trouve donc désormais pris dans le tourbillon des mécanismes d'expansion-contraction récurrents qui caractérisent la finance libéralisée. Comment peut-on espérer promouvoir efficacement la « ville durable », quand les marchés immobiliers urbains deviennent structurellement instables et quand les mouvements de capitaux tendent à niveler vers le haut le prix du sol sur la planète, sans égard pour les énormes écarts de maturité économique entre les pays ?

Cette question oblige à recentrer l'analyse sur le foncier. Car c'est le sol et lui seul, qui cristallise l'inflation ou la déflation des actifs immobiliers. Or, si la théorie économique a connu des développements récents sur les dynamiques de cycles immobiliers, elle est en revanche muette sur les mécanismes de formation du prix du sol. Les approches sur le capitalisme, sur ses cycles de croissance, ses crises et son cortège de maux ont été profondément renouvelées, mais rien d'éclairant n'est dit sur la spéculation foncière, qui constitue pourtant l'un des principaux fléaux du capitalisme contemporain.

Cette lacune est d'autant plus troublante que l'économie, comme discipline indépendante, tire ses origines de la question foncière. Tous les grands économistes, des physiocrates aux néo-classiques, ont été tenus d'écrire au moins quelques lignes sur la « rente foncière ». Mais cette question a toujours constitué un noyau de résistance à toute théorie générale. Avec la montée du courant monétariste, elle a même été récemment évacuée de la théorie économique.

En l'absence de cadres conceptuels susceptibles d'éclairer l'action publique, les Etats sont démunis face aux nouveaux enjeux de la gestion urbaine et environnementale. D'autant que l'emprise croissante du marché a pour effet de restreindre leur champ d'action. L'Etat est devenu acteur parmi les autres, mais il n'en conserve pas moins des droits régaliens qu'il lui faut plus que jamais mobiliser judicieusement. La science économique doit donc relever le défi théorique de la question foncière, afin que puissent être mis en place de nouveaux mécanismes régulateurs. C'est de cet enjeu que traite ce mémoire.

Notre propos s'articulera en quatre parties. Nous commencerons par examiner en détail l'héritage des théories de la rente foncière. Que reste-t-il des paradigmes ricardo-marxien et thunénien, issus des économies agricoles des XVIII^e et XIX^e siècles et transposés dans les années 1960-1970 aux marchés fonciers urbains ? Un tel bilan s'impose d'autant plus qu'en l'absence de nouveaux paradigmes capables d'aborder les marchés fonciers désormais globalisés, ces théories servent encore de référent – plus ou moins explicite – à la formulation des politiques foncières.

Puis nous étudierons, dans la seconde partie, le nouvel environnement auquel la mondialisation confronte désormais les marchés fonciers, en liaison avec l'expansion de la finance de marché et le redéploiement des appareils productifs dans les grandes régions

métropolitaines. À cette occasion, nous présenterons les nouvelles approches sur la spéculation, élaborées récemment en économie financière, en nous interrogeant sur leurs possibles applications dans le champ de l'économie foncière.

Dans la troisième partie, nous proposerons au lecteur une démarche plus empirique pour éclairer les mécanismes de formation des valeurs foncières et immobilières, s'appuyant en grande partie sur nos observations de terrain. Nous accorderons une place particulière aux systèmes fonciers d'Asie orientale, pour tenter de comprendre la violence des mécanismes spéculatifs dans cette région, en relation avec le poids du foncier dans les modèles de développement locaux.

Enfin, la quatrième partie sera consacrée à l'étude des politiques foncières et à leurs évolutions dans le nouvel environnement globalisé. Nous reviendrons sur les paradigmes dominants pour tenter d'établir une typologie des politiques foncières à partir des expériences nationales abordées dans le mémoire.

Le lecteur s'étonnera peut-être que ce travail ne soit pas couronné par une nouvelle formulation théorique de la question foncière. Les difficultés de la science économique à formaliser les dynamiques des marchés fonciers nous obligent à opter pour une démarche moins ambitieuse. Il s'agit ici, avant tout, d'inventorier les cadres théoriques existants, d'étudier leur portée politique et d'examiner leurs effets concrets sur les marchés fonciers locaux. Nous adoptons, à cet égard, l'approche résolument empirique de la recherche japonaise sur le foncier, que nous avons eu l'occasion de côtoyer depuis plus de dix ans. Les références aux cas français et japonais, abondantes dans ce mémoire, seront complétées par des emprunts à une littérature académique en trois langues (français, anglais et japonais). En proposant de nouvelles pistes de recherche dans notre conclusion générale, nous espérons participer au renouvellement de la science économique, afin que celle-ci puisse incorporer la problématique foncière en s'ouvrant vers d'autres disciplines.

Première partie

Les théories de la rente foncière et leurs dérivés

On doit se rendre compte que conclure d'une manière absolue en faveur de l'utilité de la rente, c'est conclure en faveur de l'utilité d'un impôt payé par le reste de la population aux propriétaires fonciers. La chose peut se soutenir, par des considérations sur l'avantage que peut retirer politiquement un peuple, de l'existence d'une classe puissante de propriétaires fonciers. Mais il est rare qu'on ose poser aussi nettement la question.

Vilfredo Pareto, *Cours d'économie politique*, 1896

Ce mémoire, on l'a dit, a pour principal objet d'interroger la science économique sur son positionnement par rapport à la question foncière. Mais pour bien prendre toute la mesure des enjeux pour cette discipline, il convient de rappeler que celle-ci est issue, précisément, des premières interrogations sur la valeur du sol. La naissance de l'économie, en tant que discipline indépendante, remonte en effet aux premiers travaux empiriques sur les déterminants de la valeur de la principale richesse, la terre agricole, au début du XVII^e siècle. Il s'agissait alors de trouver un substitut au commerce extérieur et à l'accumulation de métaux précieux issus du Nouveau Monde pour assurer à l'Etat des revenus stables et réguliers. La solution consistait à prélever un impôt auprès des propriétaires fonciers sur les revenus de leurs terres. Mais pour mettre en oeuvre une telle mesure, il était nécessaire de construire un cadre de pensée cohérent, légitimant le prélèvement d'une partie des revenus du sol pour une meilleure redistribution des richesses. C'est ce qui donna naissance à la théorie de la rente. Les Physiocrates, puis les économistes classiques, s'attachèrent à prouver l'existence d'un surplus (une « rente ») de la production agricole sur la consommation, trouvant son origine dans le travail du paysan et dans l'inégale répartition spatiale des terres.

I. Les paradigmes de la rente foncière

On distingue deux grandes théories de la rente foncière, que l'on peut qualifier de paradigmes tant elles ont donné lieu à de riches développements. Il s'agit des paradigmes respectifs de Ricardo-Marx et de Von Thünen.

I-1. La fertilité différentielle de Ricardo-Marx

Bien qu'un demi-siècle les sépare, les approches de Ricardo et de Marx à l'égard de la rente foncière sont suffisamment proches pour être associées dans le même paradigme. Elles reposent toutes deux, en effet, sur le concept de *rente de fertilité différentielle des terres agricoles*, à partir du cadre théorique de la valeur-travail.

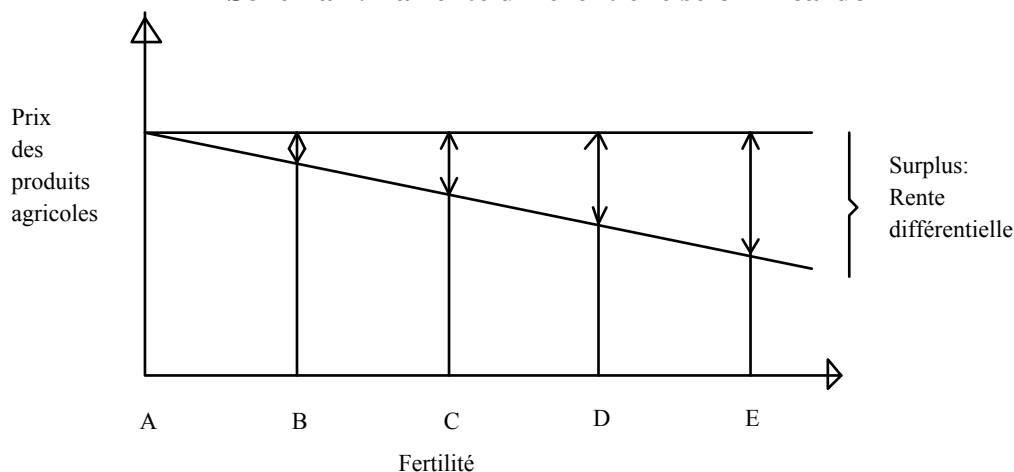
Ricardo, pionnier de la rente

Ricardo (1772-1823) a inscrit sa démarche dans la continuité des thèses des Physiocrates, en rompant toutefois avec les présupposés du XVII^e siècle sur l'origine quasi-divine des produits agricoles sur les terres les plus fertiles (don de Dieu, don de la Nature). Son grand apport fut d'introduire les premiers éléments du calcul à la marge, en définissant la rente foncière comme un *surplus dégagé sur des terres de fertilité inégale*. Selon son analyse, le prix des produits agricoles s'aligne sur la valeur de production marginale, sur les terres de plus

mauvaise qualité. Le coût de production étant identique quelle que soit la fertilité des terres, un surplus exogène au processus de production, qualifié de « rente différentielle », se dégage alors sur les meilleures terres (schéma 1). Deux composantes de la rente différentielle, liées toutes deux à la différence de productivité du travail, sont à l'origine du surplus agricole : la rente différentielle extensive, générée par la mise en culture de nouvelles terres de qualité inégale, avec un input de travail et de capital constant ; la rente différentielle intensive, produite par inputs différentiels de travail et de capital sur des sols de qualité homogène. On notera que Ricardo n'établit pas véritablement de distinction entre la *valeur* et *prix* du sol. La valeur dépend du travail de l'agriculteur (travail individuel incorporé) et si le prix fluctue autour de cette valeur-travail en fonction des écarts conjoncturels entre l'offre et la demande, sur le long terme les deux termes convergent. Nous verrons qu'il en va tout autrement pour Marx.

Cette théorie doit être saisie dans le contexte de son époque. Ricardo s'est fondé sur l'observation de l'organisation agricole de la Grande-Bretagne à la fin du XVIII^e et au début du XIX^e siècle. Le grand mouvement de remembrement foncier, dit « mouvement des enclosures » entamé vers 1750 et achevé à la fin des guerres napoléoniennes en 1815, avait fait de l'agriculture anglaise le modèle en Europe. La propriété foncière y était concentrée aux mains des aristocrates, qui concédaient leurs grandes exploitations à des fermiers, lesquels devaient en contrepartie leur verser des rentes élevées. La classe de propriétaires fonciers se distinguait nettement, alors, des autres classes de la société, par son revenu exogène à la production (la rente), mais aussi par son oisiveté et son train de vie particulier. Toutefois, cette séparation radicale entre la propriété et l'exploitation du sol, sur laquelle est fondé le raisonnement de Ricardo, n'existait plus guère qu'en Grande-Bretagne au début du XVIII^e siècle. Partout ailleurs en Europe, les révolutions sociales avaient attribué la propriété aux exploitants ; les pays du nouveau monde, les Etats-Unis d'Amérique, l'Australie et la Nouvelle Zélande, n'avaient quant à eux jamais connu de classe de propriétaires rentiers (Guigou, 1982¹).

Schéma 1. La rente différentielle selon Ricardo



Quoi qu'il en soit, Ricardo s'est inspiré de sa connaissance empirique de la production agricole britannique de son époque, pour faire de la rente un surplus perçu indûment par des propriétaires oisifs sur le dos des exploitants. Sa théorie de la valeur, basée sur la productivité du travailleur agricole (théorie de la valeur-travail) et non sur la fertilité « naturelle » de la

¹ Ce chapitre emprunte la majeure partie de sa description à l'ouvrage de Guigou, J-L. (1982), *La rente foncière, les théories et leur évolution depuis 1650*, Paris, Economica.

terre (telle que la voyaient les Physiocrates), permet de mesurer ce surplus, ce revenu sans travail considéré comme illégitime.

Cette analyse allait avoir une portée politique considérable, notamment après que Marx eût apporté son approche complémentaire à la théorie de Ricardo. Mais avant même que la doctrine marxiste ait connu des retentissements, certains auteurs se sont saisis de l'approche ricardienne de la rente pour préconiser des réformes foncières d'envergure. Nous présenterons ici deux projets célèbres, préconisant la confiscation de la rente par l'Etat sous la forme d'un impôt.

Le premier projet fut élaboré par l'économiste britannique Stuart Mill en 1848. Il s'agissait de prélever une taxe sur la rente future du sol en Grande-Bretagne. L'Etat devait procéder, dans un premier temps, à l'estimation de la valeur de toutes les terres. Puis il devait chercher à déterminer par la suite, de période en période, l'accroissement de valeur observé, de façon à percevoir une taxe sur la totalité de la plus-value. Ce projet donna lieu un siècle plus tard, à l'imposition d'une taxe sur les plus values foncières en Grande Bretagne, premier pays à mettre en œuvre un tel type d'impôt (voir IV/II-2).

Le second projet de réforme fiscale fut énoncé en 1880 par l'économiste américain Henri George. Pour ce dernier, *« l'influence de la spéculation foncière sur l'accroissement de la rente est un grand fait que ne peut laisser de côté toute théorie complète de la distribution de la richesse dans les pays progressifs [...] Le progrès général et constant des valeurs foncières dans une communauté progressive produit nécessairement une tendance à la hausse »*. La pauvreté étant liée à la distribution inégale de la richesse, elle-même issue du régime de la propriété des terres qui freine l'accroissement dans la puissance productive, *« il n'y a qu'un moyen d'éloigner le mal, c'est d'éloigner la cause »*. Après avoir envisagé la collectivisation des sols, Henri George conclut : *« il n'est pas nécessaire de confisquer la terre ; il est seulement nécessaire de confisquer la rente »*. Et la solution consiste à mettre en œuvre un impôt foncier unique permettant de récupérer la rente foncière. Pour Henri George, un tel dispositif tient même du remède-miracle, susceptible de guérir tous les maux de la société : *« ce que je propose comme remède simple mais souverain, qui élèvera les salaires, augmentera les profits du capital, abolira la pauvreté, donnera un emploi rémunérateur à celui qui en désirera, donnera libre carrière aux facultés humaines, diminuera le crime, élèvera la morale, le goût et l'intelligence, purifiera le gouvernement, et portera la civilisation à des hauteurs plus nobles encore, c'est d'appropriier la rente par des impôts². »*

Le « géorgisme » n'a pas connu directement d'application aux Etats-Unis, mais il a exercé une influence sur la politique foncière d'Amérique du Nord. En témoigne la contribution exceptionnellement élevée de l'impôt foncier aux ressources des collectivités locales aux Etats-Unis et au Canada, dont on ne trouve pas d'équivalent en Europe. La Fondation Lincoln établie par l'industriel éponyme de Cleveland en 1947, a également pour objet de promouvoir les études foncières sur la base des idées d'Henri George. Elle a ouvert en 1974 un centre de recherches et d'enseignement, le Lincoln Institute of Land Policy, plaçant la taxation foncière au cœur de ses problématiques.

² Cité par Guigou, op. cit. p.739.

Les idées d'Henri George ont également eu une réception favorable en Asie, et tout particulièrement à Taiwan, en raison de l'engouement de Sun Yat Sen³ pour le géorgisme dans les années 1920. Le Lincoln Institute of Land Policy entretient d'ailleurs des liens privilégiés avec les pays d'Asie du nord-est : Taiwan tout particulièrement, où la politique foncière s'appuie encore sur les principes de taxation foncière préconisés par Henry George (voir IV/II-2), mais aussi la Corée du Sud, le Japon et la Chine continentale.

Une autre application du géorgisme fut l'introduction de systèmes de concession foncière publique, dans le futur Etat d'Israël et en Australie, au début du XX^e siècle. Cette « collectivisation des sols » avait pour objectif d'éviter qu'un mécanisme de spéculation foncière, accompagnant le mouvement de colonisation, ne vienne priver les pionniers du fruit de leurs efforts. Elle se référait explicitement aux observations d'Henri George sur les mouvements de peuplement de l'ouest des Etats-Unis – tout particulièrement en Californie –, attestant de l'enrichissement des investisseurs fonciers de l'Est au détriment des pionniers. Le mouvement sioniste s'est inspiré de cette expérience pour restituer à la collectivité les fruits de la future croissance économique dans les colonies juives de Palestine. La capitale du nouvel Etat fédéré d'Australie, Canberra, a été fondée en 1989 selon un principe identique. Ces systèmes de concession publique n'ont pas perduré, mais ils ont permis, selon certains auteurs, de mieux gérer des situations transitoires de ce type, au cours desquelles l'enrichissement rapide d'une région risque d'être accaparé par une poignée d'investisseurs avisés (Bencherit, Czamanski, 2004).

Les apports de Marx

Un demi-siècle après Ricardo, Marx (1818-1883) énonce sa propre théorie de la rente foncière, en s'inspirant de celle de son prédécesseur. Toutefois, à la différence de Ricardo, Marx ne fonde pas sa théorie économique sur la rente foncière agricole. Il dispose d'un cadre d'analyse cohérent du système capitaliste, conçu pour étudier la production et la circulation des marchandises. Sa conception de la valeur-travail, fondée sur les rapports de classes, diffère profondément de celle de Ricardo : elle ne correspond pas à la *valeur exacte* de l'input en travail, mais à la *valeur moyenne du travail* incorporé dans une branche industrielle donnée. Dans ce système d'analyse, il n'y a pas de place pour une marchandise qui n'est pas issue du travail, comme la terre. D'où le célèbre paradoxe : « *La terre n'est pas un produit du travail et n'a donc pas de valeur... Mais elle a un prix parce qu'elle est source de revenus* » (Marx, Livre III, tome III, p. 15).

Marx aura des difficultés à intégrer la rente foncière dans sa théorie générale du Capital. Pour préserver la cohérence de sa conception de la valeur-travail, il s'efforcera de démontrer que les profits dégagés sur le travail en agriculture sont supérieurs à ceux des autres branches industrielles, générant ainsi une rente foncière (dite « rente absolue »). Toutefois, cette démonstration ne suffit pas à expliquer l'extrême variété des valeurs foncières dans le monde agricole. Il faut bien tenir compte également de la fertilité des terres, d'où l'emprunt aux rentes différentielles de Ricardo. Par ailleurs, au cours du demi-siècle qui sépare les écrits de Ricardo de ceux de Marx, un phénomène de rareté des terres a commencé à pointer, et l'urbanisation s'est mise à contaminer les terres agricoles des franges urbaines. Marx doit désormais tenir compte également des premières manifestations de la spéculation foncière.

³ Fondateur de la République populaire de Chine, en 1911, Sun Yat Sen est considéré comme le père du nationalisme chinois. Les Chinois nationalistes réfugiés à Taiwan en 1949 se sont donc référés à sa doctrine.

Il est amené, par conséquent, à élaborer un dispositif composite pour expliquer les différents mécanismes de formation des prix fonciers. Trois types de rente y sont distingués : une rente différentielle, une rente absolue et une rente de monopole.

La rente différentielle résulte de la captation du surprofit de la propriété foncière et correspond à peu de chose près à la rente différentielle de Ricardo. Elle a pour source les variations dans les conditions de production (fertilité inégale des terres, niveau inégal de la technologie) à l'intérieur d'une seule et même branche de production. Elle se compose d'une « rente différentielle 1 » et d'une « rente différentielle 2 », qui sont à peu de chose près équivalentes, respectivement, aux rentes différentielles extensive et intensive de Ricardo. Un même raisonnement marginaliste fixe le prix de vente des produits agricoles sur le coût de production des moins bonnes terres.

Le principal apport de Marx au modèle de Ricardo et qui d'ailleurs allait devenir le plus controversé, est l'introduction d'une *rente absolue*. Marx fait en effet observer que s'il n'existait pas de rente sur la plus mauvaise terre, le propriétaire ne serait pas incité à la louer. Mais l'adjonction de la rente absolue vise surtout à garantir la cohérence de la conception marxienne de la valeur-travail. Comme il se trouve que, dans le secteur agricole de l'époque, la mécanisation est moins avancée que dans les autres branches (la composition organique du capital⁴ y est plus faible), il s'y dégage un surprofit. En principe, ce surprofit devrait disparaître avec la péréquation des taux de profits entre les différentes branches industrielles, ce qui devrait ramener le coût de production des marchandises agricoles à un niveau égal – à quelques fluctuations près – à leur prix de marché. Mais un obstacle majeur bloque les mécanismes d'ajustement des taux de profits dans le secteur agricole : c'est la propriété du sol. Les prix des produits agricoles demeurent donc supérieurs à leur coût de production, et le surprofit se trouve alors capitalisé dans le sol sous forme de rente absolue.

Le troisième type de rente, la rente de monopole, est également une innovation. Marx a observé que le prix de marché des terres à vigne ou des terrains agricoles situés sur les franges de grandes agglomérations, était anormalement élevé. Pour expliquer ce phénomène apparemment sans rapport avec le processus de production, il introduit une rente de monopole, fondée sur la rareté et la non-reproductibilité des terres, qui n'admet pas de limite technique, contrairement à la rente différentielle (bornée par la productivité des sols) et à la rente absolue (limitée par la différence entre le taux de profit du secteur agricole et le taux moyen de l'ensemble de l'économie).

« quand nous parlons de prix de monopole, nous entendons pas là un prix uniquement déterminé par le désir et le pouvoir d'achat des clients, indépendamment du prix déterminé par le prix général de production et la valeur des produits » (Marx, *Le Capital*, livre III, tome III, p.158).

Cette définition, on le notera, *entre en totale contradiction avec la théorie de la valeur-travail, car elle fait référence à la demande des acheteurs et non aux conditions de production*. En ce sens, elle se rapproche de la notion walrassienne de valeur-utilité (voir I/II).

⁴ La composition organique du capital est le rapport du capital constant (partie du capital qui se transforme en moyens de production : matières premières, matières auxiliaires et instruments de travail) et du capital variable (partie du capital transformée en force de travail).

Il faut bien admettre que dispositif manque de cohérence. Outre que rente absolue et rente de monopole sont contradictoires, la rente absolue, principal apport de Marx à la théorie de la rente, est loin d'être convaincante. Il est indéniable qu'à l'époque de Marx, l'agriculture anglaise – modèle de l'époque – n'était pas encore mécanisée. La composition organique du capital y était donc inférieure à celle des autres branches industrielles. Toutefois, les pays capitalistes ont par la suite développé des systèmes agricoles industriels – à commencer par la Grande Bretagne dès le milieu du XIX^e siècle –, requérant beaucoup de capital et peu de main d'œuvre. La rente absolue aurait dû alors disparaître et la propriété foncière ne devrait plus, aujourd'hui, constituer d'obstacle au libre investissement. Pour Henri Régnauld, qui a étudié de près l'oeuvre de Marx dans les années 1970, la rente absolue relève de l'imposture : « *la rente absolue est un fantasme sans consistance...un gadget-théorie*⁵ ».

De façon plus générale, c'est la conception même de la valeur-travail chez Marx qui pose problème. Comme le souligne Guigou : « *le paradoxe de l'analyse marxiste de la rente est d'admettre que la terre du point de vue économique est sans valeur et que seule l'exploitation capitaliste donne un prix à cette richesse naturelle qui sans cela n'aurait pas de prix* »⁶. Maurice Allais rend bien compte du caractère illusoire de cette valeur-travail : « *pour démontrer que la valeur de la terre procède uniquement du travail, les défenseurs de la théorie du coût de production avancent que là où la terre est vierge, par exemple en Amérique, elle est sans valeur. Le fait est exact, mais l'argument qu'on en tire ne prouve rien : si en réalité les terres sont situées sur les bords de l'Amazonie sont sans valeur, ce n'est point du tout parce qu'elles sont vierges, mais simplement parce qu'elles sont situées dans un désert et que là où il n'y a point d'homme pour utiliser les choses, la notion même de richesse s'évanouit. Et la preuve, c'est que si l'on pouvait, par un coup de baguette magique, les transporter sur les abords de la Seine, telles quelles à l'état de nature, elles vaudraient autant et plus que les plus vieilles terres du pays, quoique celles-ci aient été fatiguées et remuées par le travail de cent générations* »⁷.

Marx avait conscience des faiblesses de son analyse sur la rente. Il a même consacré les derniers moments de sa vie à tenter de l'améliorer, sans succès. Pour autant, cela n'a pas porté préjudice à sa théorie générale, la rente n'ayant en définitive qu'une place très marginale dans son oeuvre. Elle n'était, selon l'expression d'Henri Régnauld, qu'un « appendice mineur » dans le Capital. À telle enseigne, d'ailleurs, qu'elle n'est même pas mentionnée dans les ouvrages de référence anglo-saxons sur la théorie économique de Marx⁸.

Il convient de dire quelques mots sur le contexte politique et social de cette théorie. À l'époque où écrivait Marx, la classe de propriétaires rentiers, bien distincte des autres classes sociales en termes de mode de vie et de consommation, avait progressivement disparu partout en Europe, sauf en Grande Bretagne. Marx considérait alors que l'organisation agricole britannique, à l'évidence très performante, deviendrait le modèle d'une économie agricole moderne. Or, la disparition du fermage en Grande-Bretagne, par la suite, allait montrer que ce raisonnement était erroné.

⁵ Cité par Guigou, op.cit., p. 248.

⁶ Guigou, op.cit., p. 248.

⁷ Guigou, op.cit., p.515-516.

⁸ Régnauld cite deux ouvrages intitulés « Marx's Economics » dans lesquels le terme de rente n'apparaît même pas à l'index. Il s'agit du livre de Morishima Michio publié par Cambridge University Press en 1973, et de celui de Junankar publié par P. Allen Publishers en 1982 (Régnauld, 1990, p.136).

Pour autant, la théorie marxienne de la rente ne fut pas abandonnée, loin s'en faut. Sa portée politique fut même considérable, si l'on en juge par la collectivisation des sols, intervenue dans tous les pays socialistes et par les nombreuses réformes foncières mises en œuvre dans les pays en voie de développement pour distribuer « la terre à ceux qui la travaillent ».

Toutefois, on pourra s'étonner du faible impact de la collectivisation des sols dans les pays capitalistes industrialisés. En réalité, les théoriciens marxistes de ces pays non seulement n'ont pas préconisé cette politique, mais se sont avérés de fervents défenseurs de la propriété privée. La théorie marxiste préconisait en effet la suppression, à terme, du régime de propriété privée. Mais la collectivisation des sols n'avait de sens que dans le cadre d'une économie devenue socialiste, car la suppression de la rente foncière, en régime capitaliste, profitait aux entrepreneurs. D'où le comportement très paradoxal des théoriciens marxistes dans les pays industrialisés, face à certains économistes néo-classiques – dont Léon Walras ne fut pas un des moindres – qui préconisaient le rachat des terres par l'Etat.

On touche là un paradoxe mis en évidence par Guigou : la théorie marxienne de la valeur-travail, qui stigmatise la stérilité économique du propriétaire-rentier, a été amenée à défendre la propriété privée du sol contre les entrepreneurs capitalistes, alors que la théorie walrasienne de la valeur-utilité, favorable aux entrepreneurs capitalistes, pouvait préconiser la collectivisation des sols pour lever l'obstacle foncier (Guigou, 1982, p. 861).

I-2. La rente spatiale de Von Thünen

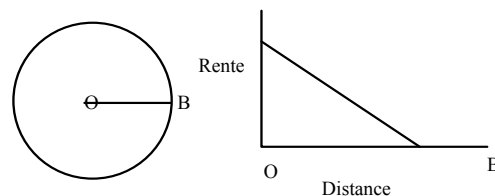
Économiste allemand contemporain de Ricardo et lui-même grand propriétaire foncier, Von Thünen a élaboré en 1826 une théorie originale de la rente foncière, basée non pas sur la fertilité des terres mais sur leur localisation par rapport au lieu central du marché. On lui doit d'avoir introduit les propriétés de l'espace dans le raisonnement économique, ouvrant ainsi la voie à un nouveau paradigme fécond en économie et en géographie. Contrairement à ce qui est parfois affirmé, Von Thünen ne s'est pas inspiré de la théorie de Ricardo, car il ne connaissait pas ses travaux. L'étonnante similitude de raisonnement chez ces deux auteurs doit être imputée au contexte de leur époque, en particulier au mode de faire-valoir de terres (existence de propriétaires rentiers) et aux premiers principes de calcul à la marge.

Le modèle spatial de Von Thünen est conçu selon les caractéristiques des villes du nord de l'Allemagne au début du XIX^e siècle : une plaine avec un bourg (un marché) au centre et des cultures en périphérie. Les terres, supposées d'une fertilité homogène, sont exploitées par des fermiers qui versent à leur propriétaire un droit d'usage du sol ou « rente ». Comme les produits agricoles sont échangés au même prix sur le marché central, quelle que soit la localisation de la terre dont ils proviennent, le surplus qui revient aux propriétaires sous forme de rente est plus élevé au centre qu'en périphérie, car il n'est pas grevé du coût de transport des marchandises. Pour Von Thünen, la rente correspond donc à une économie de transport. Tout comme chez Ricardo, elle est différentielle, car elle s'accroît selon un gradient périphérie-centre. Les terres marginales sont situées aux limites de la périphérie urbaine, là où le coût de transport absorbe la totalité des revenus d'exploitation et où la rente est conséquemment nulle (point B du schéma 2). À partir de ce point se dégage une rente à mesure que l'on se rapproche du centre, jusqu'à la proximité du marché où la rente atteint son maximum (point O sur le schéma 2).

La rente foncière évolue de façon décroissante en fonction de la distance au centre. La fonction de rente ne prend pas nécessairement la forme d'une droite. Von Thünen envisageait, dans la plupart des cas, une fonction décroissante et convexe, en raison de la non proportionnalité du coût du transport selon la distance.

L'intérêt du modèle de Von Thünen ne s'arrête pas à l'analyse de formation de la rente. Il fait de ce surplus la force motrice qui préside à la formation du paysage urbain : les cultures s'ordonnent en cercles concentriques autour du marché central, en fonction de caractéristiques techniques (rendement, prix, coût) et des coûts de transport qui maximisent la rente foncière. Les cultures qui procurent la rente la plus élevée au propriétaire se localisent au centre, tandis que les autres sont rejetées en périphérie. En appliquant ce raisonnement à la région du Mecklembourg, où vivait Von Thünen, on obtient, du centre vers la périphérie : les cultures maraîchères et la production de lait près du marché (en raison des contraintes de fraîcheur des produits), puis la forêt pour le bois de chauffage, les cultures alternées, les cultures pastorales, les cultures triennales et enfin l'élevage extensif.

Schéma 2. Principe de la rente différentielle selon Von Thünen



Cette théorie présente des caractères communs avec celle de Ricardo. Comme le souligne Guigou, la rente se définit dans les deux cas comme un *surplus*, elle est *différentielle* (selon la fertilité pour Ricardo, dans l'espace pour Von Thünen) du fait de l'unicité des prix des produits agricoles, et son calcul s'effectue à partir des terres marginales (terres les moins fertiles pour Ricardo, terres les plus excentrées pour Von Thünen).

Néanmoins, les deux approches divergent sur un point essentiel : *la valeur foncière chez Von Thünen n'est pas liée au travail de l'agriculteur mais à la localisation des terres*. La rente, comme surplus, est accaparée par le propriétaire du sol, mais elle s'identifie au prix de l'utilisation ou de la localisation des terres. Elle s'apparente à un loyer duquel on aurait déduit le coût de la production marginale. Il y a donc, chez Von Thünen, une quasi-assimilation entre *valeur* et *prix* de la terre, qui facilitera par la suite l'introduction des principes de l'économie néo-classique dans les modèles d'équilibre spatial.

D'autre part, dans la conception thunénienne, c'est le prix du sol qui détermine l'usage de la terre, alors que chez Ricardo et Marx c'est l'usage qui détermine le prix du sol (selon la formule célèbre de Ricardo : « le prix de la terre est cher car le blé est cher et non l'inverse »). Dans la réalité, les choses ne sont évidemment pas aussi tranchées. Mais la théorie de la rente de Von Thünen a mieux résisté au temps que celle de Ricardo-Marx, car la distance au centre (ou le coût d'accès aux principaux pôles urbains) est resté un déterminant majeur des valeurs foncières.

II. Les néo-classiques et la rente

Les économistes néo-classiques ont révolutionné le cadre théorique de la rente foncière en banalisant le statut économique de la terre, à laquelle ils ont appliqué leur nouvelle conception de « valeur-utilité ». Ils sont nombreux à s'être prononcés sur la notion de rente, sans que leurs approches aient d'ailleurs toujours été convergentes. Nous présenterons ici le cadre théorique du paradigme néo-classique énoncé par Walras ainsi que le point de vue quelque peu hétérodoxe de Marshall sur la rente foncière.

II.1. Walras et la productivité marginale de la terre

Léon Walras (1834-1910) redéfinit la notion de rente foncière à partir de sa nouvelle théorie de la valeur, fondée sur le principe de l'utilité marginale. Dans ce nouveau paradigme néo-classique, la terre n'est plus un bien de production particulier tirant sa valeur du travail qui y est incorporé. C'est un bien de production ordinaire, dont la valeur intrinsèque est définie par son *utilité* ou sa rareté.

« La rente foncière, comme elle existe et comme nous l'expliquons, vient de ce que la terre étant une chose utile et limitée dans sa quantité, constitue un élément de la richesse sociale appropriable, valable et échangeable, et de ce que la terre, étant un capital, produit un revenu que peut vendre le propriétaire » (Walras, *De la nature de la richesse et de l'origine de la valeur*, 1860⁹).

En conséquence, la rente foncière correspond au revenu que procure la terre, c'est-à-dire, dans le cas où elle est louée, au loyer que le propriétaire peut exiger en fonction des conditions de l'offre et de la demande sur le marché locatif. À l'équilibre, le niveau de la rente est fixé par la productivité marginale de la terre : *« Nous avons, nous autres, de la rente foncière une idée nette : nous la considérons comme le prix du loyer du sol. En même temps cette rente foncière est, ainsi définie, parfaitement déterminable. La rente foncière se détermine d'elle-même, naturellement et fatalement, sur le marché, par le rapport de la somme des besoins qui réclament la possession ou la jouissance des terres à la somme des terres, par le rapport de la demande à l'offre de location du sol »*.

L'idée de rente comme excédent est rejetée : *« il n'y a, en économie politique, que des revenus ; trois espèces selon nous : la rente pour la terre, le profit pour les capitaux, le salaire pour le travail des facultés personnelles [...] La rente est variable assurément, comme toutes les températures sont variables ; la rente s'élève et s'abaisse sur le marché ; mais elle n'en est pas moins un fait distinct et spécial, comme le profit, comme le salaire¹⁰ »*. Le concept de rente se confond donc avec la notion anglo-saxonne de *rent* (loyer). La polysémie de ce terme anglais facilitera, comme nous le verrons, l'introduction des principes de l'économie néo-classique dans les modèles d'équilibre urbain fondés sur l'approche thunénienne.

Chez les auteurs classiques, le prix du sol correspondait à la somme actualisée des rentes. Walras le définit comme une valeur d'équilibre se fixant selon les arbitrages des agents économiques. Les candidats à l'acquisition de terres étudient l'accroissement annuel du fermage sur la période d'investissement considérée et la comparent au taux de placement

⁹ Cité par Guigou, op.cit., op.461-462.

¹⁰ Cité par Guigou, op.cit., op.457.

mobilier. Le prix normal de la terre est donc le prix d'équilibre qui rend indifférent le placement mobilier et le placement foncier, c'est-à-dire le prix de la terre au-delà duquel le placement mobilier est plus profitable.

La disparition de la rente comme surplus, dans cette théorie, est symptomatique des profonds changements économiques observés en Europe à la fin du XIX^e siècle. Avec la disparition progressive des systèmes de tenure des terres en Angleterre, la rente passe aux mains des propriétaires-exploitants, ce qui brouille la notion de rente telle que définie par les classiques. En outre, la révolution industrielle fait passer l'agriculture au second plan, d'où la banalisation des terres comme facteurs de production dans l'équilibre walrassien (Guigou, 1982).

L'approche néo-classique présente un grand avantage sur les précédentes conceptions de la rente : celui de ne pas tenir compte exclusivement des *conditions de la production*. Point n'est besoin, ainsi, de concevoir une rente de monopole pour expliquer le niveau parfois excessif de certaines terres – notamment dans l'espace urbain –, puisqu'il suffit d'invoquer un déséquilibre du rapport entre offre et demande. Toutefois, cette approche est loin de rendre compte des causes des énormes écarts de richesse capitalisés dans le sol. Vilfredo Pareto, disciple de Walras, a été tenu de reconnaître que le marché des sols n'était pas concurrentiel : « *Si un individu a besoin d'un terrain à Paris, il est ridicule de lui offrir un terrain dans les Pampas. Ce n'est pas du tout la même chose. L'un ne peut faire concurrence à l'autre, et c'est le défaut de cette concurrence qui produit la rente* » (Pareto, 1896¹¹). En conséquence, la rente foncière constitue une entrave à l'équilibre économique optimal conçu par Pareto (le fameux « optimum de Pareto¹² »). Cela l'amène à contester l'utilité de la rente, qu'il compare à un impôt payé par l'ensemble des contribuables aux propriétaires fonciers.

Par la suite, la notion de rente disparaîtra progressivement de la pensée néo-classique, et avec elle la reconnaissance de la forte spécificité du sol comme marchandise. Mais il convient de revenir ici sur les préconisations particulières émises par Walras dans le domaine de la politique foncière.

Walras observe que le taux de plus-value de la rente tend à augmenter avec le développement des sociétés et que le décalage entre la valeur d'usage et la valeur d'échange des terres agricoles devient de plus en plus grand. Faisant l'hypothèse d'une plus-value perpétuelle de la rente et d'un taux de plus-value de la rente supérieur au taux de revenu net des capitaux, il montre que le prix des terres tend vers l'infini. Il préconise par conséquent le rachat de toutes les terres par l'Etat pour empêcher les propriétaires fonciers d'entraver la bonne marche de l'économie en pratiquant la rétention des sols. Ce rachat doit être effectué au « prix normal », de façon à ce que l'Etat puisse profiter de l'augmentation future du taux de plus-value pour amortir le rachat des terres au coût actuel.

Si bien d'autres auteurs néo-classiques ont fortement critiqué la propriété privée du sol, à commencer par Marshall et Pareto, aucun n'en a tiré des conclusions aussi radicales que Walras en matière de politique foncière. Marshall déclarait : « *L'appropriation soudaine par l'Etat des revenus du sol, après qu'il en a reconnu la propriété privée, détériorerait toute sécurité et ébranlerait les fondements mêmes de la société* » (Marshall, 1890¹³). Il est clair

¹¹ Cité par Guigou, op.cit.p.704.

¹² L'optimum de Pareto est un état de l'économie auquel on arrive lorsqu'on ne peut plus augmenter la satisfaction d'un agent économique sans diminuer celle d'un autre.

¹³ Cité par Guigou, op.cit., p. 401

qu'un projet de collectivisation ne rencontrerait aujourd'hui plus aucun écho dans quelque cercle politique que ce soit, même si l'on trouve encore, à l'occasion, des préconisations dans ce sens dans certains travaux académiques (voir I/IV-3).

Il faut dire, par ailleurs, que les expériences de nationalisation des sols à travers le monde sont loin d'avoir apporté des résultats concluants. La collectivisation des terres dans les pays communistes a certes permis l'accès au logement pour tous dans les aires urbaines, là où dans le monde capitaliste se développaient des bidonvilles, mais elle a aussi entraîné de graves distorsions dans l'allocation des sols. De Moscou à Varsovie et de Prague à Budapest, les centre-villes, symboles de l'idéologie capitaliste vaincue, ont été délaissés, voire éventrés (cas de Lodz en Pologne), au profit des grands ensembles modernes construits dans les périphéries (Burgel, 1993). En Chine, les usines occupaient de considérables surfaces dans les centres urbains des grandes villes, avant l'ouverture à l'économie de marché. Ainsi, à Shanghai, 57% des usines se trouvaient localisées dans les espaces centraux en 1985, occupant une surface totale de 430 hectares (Zhu, 2004). La concession publique des sols dans les régimes capitalistes s'est révélée, en revanche, très performante en Europe du Nord (villes allemandes, néerlandaises et scandinaves) et, pour de tout autres raisons, également à Hong Kong (bien qu'à l'inverse du cas des pays d'Europe du nord les valeurs foncières y soient très élevées, comme nous le verrons en IV-II-3).

Quoi qu'il en soit, il importe de souligner *la convergence des analyses sur le foncier émanant de doctrines aussi opposées que celles de Marx et de Walras*. Bien que la conception de la rente et de la valeur diffère radicalement chez ces deux auteurs, les préconisations en matière de politique foncière sont très proches. Cela tient au fait que l'enchérissement des terres, qui relève de logiques mal connues, constitue une menace permanente pour la production dans le régime considéré comme optimal. L'économie foncière est donc un « noyau de résistance » difficile à intégrer dans une théorie générale fondée sur la valeur-utilité et l'équilibre walrassien.

II.2. L'approche singulière de Marshall

On ne saurait présenter la théorie de la rente en faisant l'impasse sur l'apport majeur de Marshall (1842-1924). Bien que ce dernier soit un économiste néo-classique, il considère la rente comme un *surplus*. Il distingue plusieurs types de rentes : des rentes foncières liées à l'évolution historique de longue durée, sans rapport direct avec le travail de l'homme (amélioration de la fertilité des sols) ; des rentes de situation liées à des économies externes, associées à l'influence du milieu, qui peut se transformer sur la longue période ; des quasi-rentes générées par les améliorations des hommes sur une moyenne période ; et même des rentes transitoires dues à un mauvais ajustement à court terme entre l'offre et la demande.

Tout comme chez Ricardo-Marx, ces surplus se calculent par la déduction du coût de production dans les conditions les plus désavantageuses. Néanmoins, comme les propriétaires fonciers participent à la bonification des sols sur un horizon très long, il est normal qu'ils récupèrent la totalité du surplus et que le fermier se contente du profit de courte période inclus dans les coûts de production. On notera en passant qu'il n'existe pas, pour Marshall comme d'ailleurs pour les autres auteurs néo-classiques, de différence de nature entre le profit et la rente. L'un et l'autre sont un surplus perçu légitimement par celui qui met en valeur la terre, qu'il s'agisse du propriétaire ou du fermier. La rente proprement dite est la partie du surplus due à l'inélasticité totale ou partielle de l'offre foncière du fait de la rareté des sols. En revanche, il convient de remarquer que l'approche de Marshall sur la formation des prix

fonciers diverge des canons néo-classiques de la valeur-utilité. Marshall reprend en effet l'idée déjà énoncée par les physiocrates, puis reprise par Ricardo et Marx, selon laquelle la valeur d'acquisition du sol est égale à la somme actualisée des rentes foncières.

Plus âgé que Marx d'une trentaine d'années, Marshall a eu davantage l'occasion de se pencher sur la rente urbaine que son aîné. Ayant transposé la théorie de la rente agricole aux terrains à bâtir, il définit la limite en hauteur des bâtiments à partir d'un « étage marginal » qui égalise le coût de construction : *« les installations données par cet étage [...] doivent tout juste compenser les frais sans que rien ne soit affecté à la rente foncière ; et les frais de production des choses obtenues à cet étage, s'il fait partie d'une fabrique, sont juste couverts par le prix de ces choses ; il n'existe aucun excédent pour la rente foncière »*. La hauteur de l'immeuble est définie par l'étage dont le prix égalise le coût de construction. Dans les étages inférieurs se dégage une rente pour obtenir le droit de construction et de vendre l'immeuble. Marshall considère que la construction en hauteur est limitée par la diminution du rendement locatif avec le coût grandissant des équipements (ascenseur, ventilation artificielle) : *« quelque élevée que puisse être la rente foncière, on atteint enfin une limite après laquelle il est préférable de s'étendre sur de nouveaux terrains, quitte à augmenter les sommes payées en rente foncière, plutôt que de continuer à entasser étages sur étages »*. Si ce raisonnement nous paraît désuet à l'heure de la construction de gratte-ciels, il préfigure la démarche du compte à rebours qui se popularisera dans les années 1970 en France (voir I/III-1).

L'apport de Marshall à l'analyse de la valeur du sol fut donc déterminant à plusieurs égards. Tout d'abord, la dimension temporelle a été introduite dans le raisonnement économique, notamment pour le calcul des quasi-rentes. Le raisonnement de Marshall s'appliquait à la fertilité des terres, mais il vaut pour tout ce qui compose l'environnement. Dans notre terminologie contemporaine, on peut dire que Marshall a introduit la notion de patrimoine historique (paysager ou bâti) dans l'analyse de la valeur. Par ailleurs, il fut le premier auteur à s'interroger sur les effets de la densité du bâti sur la valeur du sol. Cette démarche revêt une importance cruciale aujourd'hui, à l'heure où la déréglementation des règles de construction (et notamment de volumétrie) s'accompagne un peu partout de phénomènes de hausse spectaculaire des valeurs foncières. Le principal apport de Marshall reste néanmoins la formulation du concept d'*économies externes* générées par les qualités particulières de l'environnement, et dont la composante majeure est la rente de situation. Les externalités ont permis d'affiner des concepts obscurs comme la rente de monopole de Marx. Mais surtout, elles se trouvent aujourd'hui au cœur des nouvelles préoccupations de l'économie spatiale (en particulier dans les récents travaux de Fujita et dans les modèles à bien publics locaux), pour corriger l'hypothèse trop restrictive d'anisotropie¹⁴ et d'homogénéité de l'espace dans le modèle standard. Cependant, la prise en compte des externalités revient à admettre l'irréalisme des hypothèses fondatrices des théories de la rente, qu'elles soient d'origine ricardo-marxienne ou thunénienne. Cette approche met ainsi en échec la cohérence globale des théories de la rente.

¹⁴ Symétrie de la structure des localisations par rapport au point central.

III. Les adaptations du modèle ricardo-marxien de la rente

La disparition progressive du système de fermage en Europe, au cours du XIX^e siècle, a conduit à l'endogénéisation de la rente. Cela aurait dû, en principe, entraîner l'abandon des théories foncières de Ricardo-Marx et Von Thünen. Et pourtant l'on a assisté, au contraire, à une remise au goût du jour de ces concepts au cours des années 1970. La théorie marxienne de la rente a été adaptée au contexte urbain, tandis que le paradigme thunénien était absorbé par l'économie néo-classique pour donner naissance à un nouveau champ de recherche nommé « économie spatiale ».

III.1. L'approche orthodoxe des néo-marxistes français

La forte croissance économique qui a caractérisé les années soixante et soixante-dix dans les grands pays industrialisés s'est traduite par de sensibles hausses des prix sur les marchés du foncier résidentiel, avec pour conséquence une exacerbation des tensions sociales et des mécanismes ségrégatifs dans l'espace urbain. L'esprit de l'époque étant caractérisé par les grandes mobilisations politiques des années 1960 (Mai 1968 en France), la thèse marxienne de la rente foncière a été remise au goût du jour et s'est retrouvée au centre des analyses des diverses disciplines des sciences sociales.

La transposition de la théorie de la rente agricole au foncier urbain n'allait toutefois pas de soi. Les problèmes de la production des espaces urbains devaient faire face, en effet, à un ensemble de situations sociales et d'activités économiques beaucoup plus complexes. Aussi, les travaux des néo-marxistes allaient se démarquer de l'approche purement économique de Marx pour se focaliser sur les *rapports sociaux* à l'origine de la formation de la rente. L'espace urbain était devenu, dans ces analyses, le lieu par excellence de la lutte de classes, le point de jonction de la production des marchandises et de la reproduction de la force de travail. La base foncière du processus d'urbanisation facilitait le rapprochement avec l'analyse de Marx sur la rente agricole : la reproduction du cadre bâti se heurtait en permanence avec un composant non-reproductible et monopolisable, le sol. Les propriétaires fonciers étaient en mesure de contrôler indirectement l'usage du sol et de s'approprier, dans les conditions du marché, une plus-value sociale.

Pour autant, les travaux dans ce domaine furent loin de présenter une démarche homogène. À cet égard, les auteurs français se démarquent très nettement des anglo-saxons par leur interprétation très orthodoxe de la rente marxienne. Nous présenterons ici les travaux des auteurs les plus connus de l'époque, Topalov et Lipietz, ainsi qu'une théorie de la rente d'urbanisme énoncée par Thomas.

La vision topalovienne de la promotion

C'est Topalov (1968, 1970, 1973) qui présente l'adaptation la plus proche de la conception marxienne de la rente agricole au contexte urbain des années 1970 en France. Dans son cadre théorique, la notion de fertilité cède la place à l'idée d'un rapport de distribution plus général, fondé sur la négociation d'un droit d'utilisation du sol par le propriétaire foncier. La rente différentielle est fixée selon les coûts divers de production et d'exploitation au sein de l'industrie de la construction. Elle a pour base « *l'inégalité de la productivité du travail selon les unités de production lorsque cette inégalité a pour origine des conditions non*

reproductibles par le capital ». Plus difficile à justifier, la rente absolue s'explique, selon Topalov, par le niveau plus faible de la composition organique du capital¹⁵ dans l'industrie du bâtiment que dans les autres branches industrielles, tout comme l'était l'agriculture au temps de Marx. Topalov précise : « *pour que le surprofit de branche de l'industrie du bâtiment se fixe comme rente absolue, il est nécessaire en effet que les rapports de production dans la branche présentent une forme déterminée : celle où le capital qui est à l'origine de l'opération de construction est autonome de la propriété foncière et la rencontre comme un obstacle, c'est-à-dire la forme de production que j'ai appelé la promotion immobilière* ». Dans ce type de production, « *le capital rencontre la propriété foncière comme un obstacle extérieur, alors que dans la configuration précédente (quand le propriétaire foncier fait construire une habitation pour son propre usage ou un immeuble de rapport), c'est la propriété foncière qui inclut le capital comme un obstacle extérieur* ¹⁶ ». Enfin, la rente de monopole est liée à la différenciation spatiale des prix du marché. « *Elle a pour base la non reproductibilité de la marchandise elle-même, du moins dans une qualité déterminée* ». Tout comme chez Marx, son niveau se fixe en fonction des lois néo-classiques : « *elle [la rente de monopole] est donc déterminée par la quantité existante de cette marchandise, ou plus précisément par la quantité offerte sur le marché, et par le pouvoir d'achat de la demande* ».

Le tribut foncier de Lipietz

Si l'on fait abstraction de quelques innovations lexicales, Lipietz (1974) reste lui aussi très proche du concept marxien de la rente. Il introduit le terme de « tribut foncier » pour désigner le monopole que détiennent les propriétaires sur les terrains (selon la phrase de Marx : « une partie de la société exige de l'autre qu'elle lui paye un tribut pour avoir le droit d'habiter »). Ce terme est choisi pour bien marquer la *dimension sociale et non-économique* de la rente. Les marchés fonciers ne sont pas le lieu d'échange de marchandises, mais de *titres de propriété* et de *droit à s'approprier un espace* doté de caractéristiques physiques, spatiales et sociales bien particulières. Aussi, le prix de vente des logements résulte davantage de la localisation de la parcelle dans un espace urbain socialement différencié que des lois d'offre et de demande. La division hiérarchique des espaces est exogène au marché. Désignée D.E.S.E. par Lipietz (Division Economique et Sociale de l'Espace), la mécanique socio-économique de division de l'espace joue le même rôle que le marché dans la théorie thunénienne de l'allocation des sols.

Le tribut foncier est une combinaison originale de la rente de monopole et de la rente différentielle 2 de Marx. Le premier type de rente, appelée « tribut à la Engels » est secrété par la D.E.S.E., au sein de laquelle le promoteur pratique des prix de monopole en fonction de la « valeur » de chaque quartier, estimée selon ses critères objectifs (distance au centre) ou subjectifs (prestige, composition sociale...). Ce tribut est partagé avec les propriétaires fonciers, si ceux-ci ont conscience des potentialités de leur parcelle – c'est-à-dire les caractéristiques de l'espace dans lequel celle-ci s'inscrit – et s'ils sont en mesure de négocier leur part. Pour le second type de rente, le « tribut à la Marx » s'appliquant aux logements ordinaires, le monopole spatial joue un rôle moins déterminant. Sur ce segment de marché, la rente se forme en fonction du différentiel de composition organique du capital et des investissements immobiliers dans l'espace, selon un principe analogue à celui de la rente extensive de Marx.

¹⁵ Cf. définition note 5.

¹⁶ Cité par Guigou, op.cit., p. 662-663.

La rente d'urbanisation de Thomas

Certains auteurs ont considéré qu'il était limitatif de se cantonner au strict cadre de la production du bâti. Thomas (1980) a ainsi proposé une théorie de la rente englobant tout l'espace urbain, qu'il a nommé « rente d'urbanisation ». À la différence de la rente foncière générée à l'échelle de la parcelle, la rente d'urbanisation est un surplus de rentabilité, variable d'une agglomération à l'autre, qui témoigne « de la différenciation à travers l'espace urbain des agents économiques face à la production et la consommation ». Le cadre d'analyse se démarque des concepts fondés sur la valeur-travail, mais s'inspire largement de l'approche sociologique de Lipietz, avec la notion de « distanciation sociale » (distanciation que subissent les groupes sociaux dans leurs rapports de travail, d'échange et de propriété) et de « consommation spatialement différenciée » (segmentation des marchés, non seulement pour la consommation du logement, mais aussi pour l'ensemble des marchandises localisées dans un espace).

La rente d'urbanisation étant un surplus à l'échelle de la ville entière, elle est générée par l'ensemble des marchandises circulant dans l'espace urbain. L'auteur s'est donc attaché à mesurer le niveau de la rente dans différentes villes françaises. S'intéressant plus particulièrement aux conditions de la reproduction du « capital social », il a défini un surplus reposant sur une catégorie particulière de marchandises, celles qui participent strictement au renouvellement de la force de travail (par opposition aux marchandises de luxe). Ces « marchandises reproductrices » sont déterminées pour chaque taille de ville (6 catégories) par une typologie des profils de consommation des catégories socio-professionnelles, obtenues par analyse factorielle. Le surplus mesure l'excédent, pour chaque taille de ville, des marchandises reproductrices par rapport à celles qui sont nécessaires à la simple reproduction du travail. Rapporté à la seule consommation de la force de travail, le surplus est transformé en un taux qui permet la comparaison entre les diverses catégories de villes classées par taille. Les résultats n'apportent pas de grande surprise. Ils montrent un déficit du surplus dans les petites villes au profit des grandes, tout particulièrement de la Région Parisienne. L'auteur conclut : « ceci permet de faire apparaître en terme de rente d'urbanisation l'existence de transfert de rentabilité au profit des capitaux qui sont à même d'assurer une plus grande maîtrise collective de l'évolution sociale » (Thomas, 1980, p.233).

Bilan des travaux

Avec un recul de plus de trente ans, ces théories nous apparaissent aujourd'hui singulièrement obsolètes. Souffrant des insuffisances originelles de la théorie marxienne qu'elles n'ont fait qu'exacerber, elles n'ont pu s'adapter au contexte urbain qu'au prix d'une conceptualisation rigide ou forcée (comme c'est le cas du différentiel de composition organique du capital), dont la rente d'urbanisation présente une version caricaturale. Quelle que soit la nature de la rente retenue, aucune n'est instrumentale pour l'analyse de la formation des valeurs foncières. Mais la référence à la valeur-travail de Marx n'est pas seule en cause. Ces travaux mettaient l'accent sur le rôle de la promotion immobilière, qui avait introduit de nouveaux modes de mobilisation du capital et institué de nouveaux rapports de force entre les acteurs du foncier dans la France des années 1970. Depuis lors, la promotion s'est profondément transformée. Elle connaît de nouvelles stratégies d'utilisation du capital, marquées notamment par une rotation plus rapide des fonds propres et des arbitrages permanents entre placements financiers. L'expansion internationale de la finance de marché oblige à tenir compte, désormais, du jeu des paramètres financiers dans la formation des valeurs foncières. Enfin, l'observation des derniers mécanismes spéculatifs a confirmé avec force le rôle déterminant

que jouent les dynamiques de cycles propres à l'industrie de la construction ainsi que les règles d'urbanisme et de construction dans la formation des prix fonciers.

On peut en conséquence s'étonner de trouver encore des auteurs utilisant l'approche de Topalov au début des années 1990. D'autant plus qu'il s'agit là d'une application au système mexicain de production immobilière. Les auteurs, Garcia et Jiménez (1994), appartenant au « groupe de Cambridge¹⁷ » ont vainement recherché la figure topalovienne du promoteur au Mexique, dans un système productif caractérisé par un haut niveau de financiarisation et des pratiques bien ancrées de construction illégale.

Si « l'école » néo-marxiste française ne disposait pas d'un outillage analytique assez robuste pour perdurer, son impact scientifique n'a pas pour autant été négligeable. Elle a ouvert une nouvelle voie dans la recherche urbaine, qui place les rapports sociaux et les processus de production au centre de l'analyse. À partir des années 1980, les recherches foncières se sont considérablement raréfiées en France, mais elles ont bénéficié d'une sensible amélioration de la qualité de l'information. L'accent a été mis sur les processus de production immobilière, conformément à la voie ouverte par les néo-marxistes, alors que les anglo-saxons se sont davantage intéressés aux dynamiques de cycles.

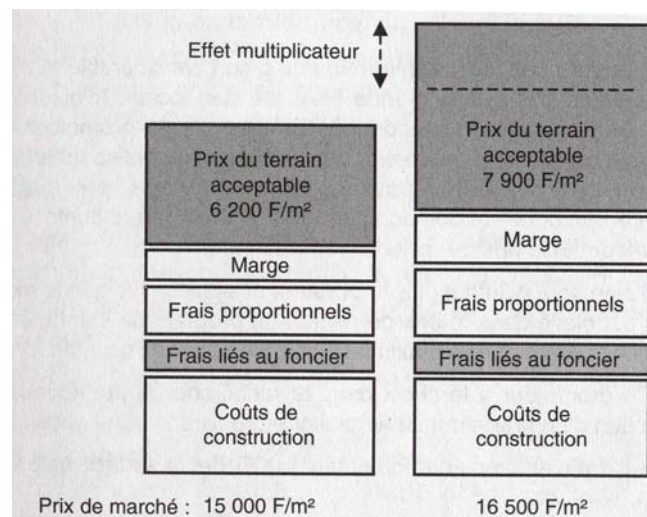
L'approche de Lipietz ayant présidé à la segmentation des marchés immobiliers en fonction de la DESE et des filières de production du bâti, elle a suscité un intérêt sur les interactions entre les divers segments de marché (Gravejat, 1981 ; Kaszynski, 1982) et tout particulièrement sur l'articulation entre marchés fonciers et immobiliers (ADEF, 1996). Est-ce le marché immobilier qui guide les valeurs foncières ou l'inverse ? Cette question n'a cessé de tarauder les théoriciens et praticiens de l'urbanisme en France. Vilmin (1991, 1992), reprenant les idées de Topalov, a distingué deux filières de production : une filière promoteur, qui part des contraintes du marché immobilier (prix de vente escompté des logements ou des bureaux dans un quartier donné), puis applique le calcul à rebours pour en déduire le prix maximum qu'il consacrera à l'achat du terrain. Selon ce « raisonnement promoteur », le marché foncier est donc subordonné au marché immobilier ; une filière aménageur qui acquiert les terrains pour les revendre équipés au promoteur immobilier et ne procède pas, par conséquent, à un compte à rebours. Dans le « raisonnement aménageur », le prix foncier est la donnée initiale (il est fixé le plus souvent par les pouvoirs publics, car il s'associe à l'ouverture d'une zone à l'urbanisation), à partir de laquelle sont définis les prix de vente des logements ou des bureaux.

Cette distinction a été critiquée par plusieurs auteurs (Coloos, Chaabouni, 1996, Comby et Renard, 1996, Granelle, 1998). Il nous semble qu'elle a perdu beaucoup de sa pertinence avec l'affaiblissement de la filière d'aménagement publique. En outre, la distinction entre les logiques promoteur et aménageur est purement hexagonale, elle ne résiste pas à la comparaison avec d'autres marchés fonciers. Le principe du compte à rebours reste cependant très utile pour mesurer les « effets de levier » occasionnés par les variations des prix immobiliers sur les valeurs foncières. Ainsi, comme le montre l'exemple dans le schéma 3, un

¹⁷ Cette appellation fait référence à un groupe de travail constitué de chercheurs du département de géographie de l'université de Cambridge. Leurs travaux, conduits dans les années 1989-1991, avaient pour objet de renouveler les approches sur les questions foncières dans les pays en développement. Ils sont en partie rassemblés dans l'ouvrage de Jones, G., Ward, P (1994, dir.), *Methodology for Land and Housing Market Analysis*, Londres, UCL Press. Pour une critique de ces travaux, voir l'article de Cedric Pugh (1996), « Methodology, political economy and economics in land studies for developing countries », *Land Use Policy*, n° 13, vol. 3, 165-179.

accroissement de 10% du prix de vente prévisionnel des logements peut entraîner une hausse de 27% de la valeur d'acquisition du terrain par le promoteur. Lorsque les règles de volumétrie subissent également une augmentation au cours de la même période (un plus gros volume de SHON¹⁸ est autorisé), l'effet multiplicateur de l'immobilier sur le foncier n'en est que renforcée, du fait de l'accroissement du montant total des recettes des ventes.

Schéma 3. Effet multiplicateur de l'immobilier sur le foncier



Source : Nappi, 1999

Gaubert et Tutin (1995) ont exploré par d'autres méthodes l'articulation complexe entre le foncier et l'immobilier. À partir d'une série de données sur la période 1976-1991 en Ile-de-France, ils ont procédé à une segmentation du marché résidentiel (distinguant les segments supérieurs, moyen et inférieur en fonction de la qualité de l'espace et de la composition socio-professionnelle) et du marché de bureaux (segment supérieur pour les localisations destinées à des fonctions de direction et segment banal pour les activités plus routinières). Puis ils ont testé les liens de causalité entre les différents segments des marchés fonciers et immobiliers, à l'aide du coefficient de causalité de Granger. L'analyse fait apparaître que le prix du sol est plus indépendant des valeurs immobilières aux deux extrémités du marché du logement (segments supérieur et inférieur), alors que dans le segment intermédiaire, les prix des terrains réagissent positivement à la fois aux prix et aux volumes de transactions sur le logement collectif. En revanche, dans le marché du bureau, seuls les prix du segment supérieur semblent jouer un rôle directeur sur les prix fonciers. Les auteurs suggèrent donc que *l'articulation entre marchés du logement et du bureau passe par une « boucle foncière »*, consistant en ce que le prix des bureaux, en élevant celui des terrains, contraint le prix du logement neuf, qui retentit à son tour sur le logement ancien.

Nous avons également de notre côté mis en évidence, pour le marché toulousain des années 1983-1993, un fort taux de corrélation entre le nombre d'appartements vendus et les prix de vente des terrains deux ans plus tard (Aveline, 1995). La corrélation était la plus forte (0,9) pour les logements en secteur conventionné, secteur concentrant l'investissement locatif privé par le biais des réseaux de collecte d'épargne. Bien que cette méthode oblige à la plus grande

¹⁸ Surface hors oeuvre nette : somme des surfaces de plancher de chaque étage de la construction de laquelle sont déduites les surfaces annexes : combles, toiture-terrasses, sous-sols non aménageables.

prudence quant à l'interprétation des résultats, notre enquête de terrain a confirmé le rôle majeur des réseaux de collecte d'épargne pour l'investissement immobilier (SCPI de bureaux et SCPI Méhaignerie dans le logement) dans la formation d'un mécanisme spéculatif à Toulouse.

Cette question de l'articulation entre marchés fonciers et immobiliers nous semble essentielle à explorer car elle est au cœur de la formation des prix du sol. Elle mériterait de nouveaux développements à l'aide d'outils économétriques, dans la voie ouverte par Gaubert et Tutin. Un champ particulièrement prometteur est l'évaluation des effets d'une augmentation des COS sur la charge foncière admissible par le promoteur, en utilisant la démarche du compte à rebours.

Portée politique des travaux des néo-marxistes

Si les retombées scientifiques des thèses néo-marxistes ne furent pas négligeables, leur portée politique fut bien plus considérable encore. En témoigne l'adoption, en France, d'une loi visant explicitement à socialiser l'usage de la propriété foncière : la loi Galley. Promulguée en 1975, cette loi renforçait le droit de préemption des communes en introduisant de nouvelles zones où celui-ci pouvait s'exercer, les ZIF¹⁹. Mais la grande nouveauté était l'introduction d'un outil inconnu ailleurs, bien spécifiquement français : le Plafond Légal de Densité (PLD). Il s'agissait en réalité d'une simple taxe, prélevée auprès des propriétaires fonciers pour toute construction dépassant un certain ratio volumétrique (1 pour la province et 1,5 pour la Région Parisienne), dans les limites réglementaires fixées par le COS²⁰. Toutefois, dans son principe, le PLD visait explicitement à *partager la rente foncière* entre les propriétaires et la collectivité en « collectivisant » la propriété au-delà du seuil fixé par le PLD. Le ministre de l'époque, Albin Chalandon, était allé jusqu'à déclarer : « à partir de ce jour, le sol cessera en France d'être un bien économique comme un autre²¹ ». Il avait même été question de réviser le Code Civil pour bien marquer la distinction entre propriété privée et publique, mais le Conseil d'Etat s'était prononcé contre une réforme aussi radicale qui aurait conduit à réviser la Déclaration des Droits de l'Homme et du Citoyen de 1789.

Le PLD n'a servi qu'à complexifier davantage le dispositif fiscal de l'aménagement urbain, déjà passablement opaque pour les promoteurs. Il a donc été progressivement abandonné par les communes, puis supprimé en 2000, non sans avoir au préalable abondamment alimenté les villes de banlieue de l'ouest parisien – où s'était concentrée la construction d'immeubles de bureaux – pendant la période faste des années 1985-1990. Mais il convient de noter la grande différence entre l'approche française, qui a mis l'accent sur la dimension juridique de la rente foncière – traitant la question par l'exercice du droit de propriété – et les stratégies foncières suivies dans d'autres pays où l'instrument fiscal a été privilégié (notamment en Grande-Bretagne et en Asie orientale). Les représentations des néo-marxistes restaient encore

¹⁹ Zones d'intervention Foncières. Périmètres désignés dans les zones U (urbaines) où les communes de plus de 10 000 habitants dotées d'un POS pouvaient exercer le droit de préemption. L'objectif des ZIF était double : à la fois assurer la maîtrise des sols pour de futures opérations et constituer des réserves foncières dans les centres urbains en profitant des opportunités d'achat. Les ZIF ont disparu avec la réforme du droit de préemption, en 1985.

²⁰ Par exemple, un propriétaire détenant un terrain de 1000 m², dans une zone où le COS est de 1,5 et le PLD de 1, est autorisé à construire plus de 1000 m² de SHON, mais seulement jusqu'à 1500 m². Pour ces 500 m² supplémentaires, il doit verser la taxe au titre du PLD.

²¹ Cité par Vincent Renard, (2002) dans « L'improbable convergence des systèmes fonciers », *Etudes Foncières*, n°100, p.10.

très prégnantes dans les années 1980 et 1990. Mitterrand ne déclarait-il pas, juste après son accession à la fonction présidentielle, en 1982, qu'il allait « soustraire le foncier au marché » ? Dix ans plus tard, il s'indignait de ce que certains « s'enrichissaient en dormant » et prenait l'initiative d'une loi-cadre (la LOV), introduisant les premiers principes de « mixité sociale » et de « solidarité urbaine » qui allaient se cristalliser dans la loi SRU de 2000.

III. 2. La théorie de la rente chez les auteurs nord-américains

Comme on le sait, les thèses de Marx ont eu assez peu de succès outre-Atlantique – un effet des Marx Brothers, comme le supputait ironiquement Galbraith (1987). Néanmoins, certains auteurs ont repris à leur compte la théorie marxienne de la rente, sans toutefois faire preuve d'une aussi grande orthodoxie que leurs homologues français. Dans une récente recension des travaux sur la rente urbaine, Haila (1990) distingue deux grandes catégories d'approches, auxquels elle attribue les appellations d'idiographique et de nomothétique²².

Idiographiques versus nomothétiques

Le premier groupe, dit des idiographiques, met l'accent sur la singularité historique des structures sociales et rejette en conséquence tout universalisme. Haila (1990) et Storper (2001) critiquent cette démarche, au motif qu'elle est source d'une dérive culturaliste. La seconde école de pensée, représentée par Harvey (1973, 1985), s'efforce au contraire de dégager une loi générale à partir des travaux empiriques, d'où sa qualification par Haila de « nomothétique ». La pensée d'Harvey sur la rente, exprimée dans son ouvrage « *The Limits to Capital* » (1982), peut être résumée ainsi : les politiques publiques tendent à favoriser les investisseurs privés et à renforcer le rôle des propriétaires fonciers. La libéralisation de la finance exerce une pression pour optimiser l'utilisation des sols. De nouveaux types de propriétaires fonciers et de décideurs ont émergé, qui recherchent la maximisation des revenus de la rente (par exemple, des gestionnaires immobiliers ou des gestionnaires de fonds d'investissement). Dans cette nouvelle configuration, la rente ne fait plus obstacle à l'accumulation du capital, mais joue au contraire un rôle positif de coordination des capitaux. On retrouve là une conception proche de celle du tribut foncier de Lipitz, à la différence près que la rente n'est pas considérée comme un résidu déterminé par le secteur productif et perçu indûment par le propriétaire foncier (ou essentiellement partagé avec le promoteur). Le paradigme de rente nomothétique est ainsi résumé par Haila :

« Rent is no longer residual and determined in the productive sector. The level of rent is influenced by rents in the neighbourhood and the global real estate markets... If, in the modern city, land rent has started to play a crucial role in determining the user and the use of space (not vice versa, as before) the question concerning the relation of the general rate of profit to rent is crucial for the construction of a general theory of urban land rent ».

Haila plaide pour un renouvellement de la théorie de la rente dans trois directions : cerner les caractéristiques des propriétaires fonciers modernes, déterminer des lois spécifiques au fonctionnement des marchés immobiliers, éclairer les dynamiques propres à la transformation des actifs fonciers en actifs financiers. On ne peut que souscrire à la nécessité d'une telle

²²Les approches idiographique et nomothétique sont issues des techniques psychothérapeutiques. L'approche idiographique procède dans un premier temps à la caractérisation du fonctionnement des individus, avant de rechercher ce que ces fonctionnements individuels ont en commun. Par opposition, l'approche nomothétique tente d'inférer des réponses d'un groupe de sujets à partir d'un modèle moyen. Les comportements individuels y sont ramenés à un nombre restreint de modèles génériques.

démarche exploratoire, mais on voit très mal comment celle-ci pourrait s'accommoder d'un cadre théorique aussi rigide, restrictif et statique que celui de la rente.

Les régulationnistes et la rente

Il faut croire, pourtant, que la théorie de la rente n'est pas tout à fait morte, puisque qu'elle a fait l'objet, récemment, d'une tentative d'adaptation au cadre d'analyse régulationniste²³. Jäger (2003) part du constat que la thèse d'Harvey est impuissante à expliquer la ségrégation sociale générée par les stratégies d'investissement foncier : « *a closer look at the specific concept of land theory as outlined by Harvey explains the missing linkage between segregation and land theory. Within this conceptualization of rent it is quite difficult to consider the differing ability of upper and lower income groups to pay for socially more privileged, and therefore more expensive, places. Nevertheless, income differentiation represents an important factor for residential segregation which could be explained through an adequately specified rent theory* ».

Selon l'analyse de Jäger, le mode de développement fordiste²⁴ a été caractérisé par un enclassement institutionnel de la rente foncière (dit autrement, une forte maîtrise des sols par la puissance publique) qui a eu d'importantes conséquences sur le processus d'accumulation du capital. La rente de monopole a été accaparée par les entrepreneurs au détriment des propriétaires fonciers, sous l'effet des réglementations très contraignantes de loyers, ce qui a eu pour conséquence de modérer les effets ségrégatifs du foncier. Avec la crise du fordisme, les marchés du logement ont été libéralisés et la rente est retournée aux propriétaires fonciers. La crise de l'accumulation du capital dans le circuit primaire (le secteur industriel), également produite par la forte inflation, a exercé de puissantes pressions en faveur de l'ouverture d'un circuit secondaire d'accumulation de capital fictif (dans le secteur immobilier). La « re-marchandisation » du foncier (sa réouverture aux lois du marché) s'est traduite par la montée en puissance du secteur immobilier, stimulé par la croissance du secteur tertiaire. Cette mutation de la structure industrielle a bouleversé l'ancienne hiérarchie des espaces qui reposait sur la rente différentielle extensive (DR1) ; en focalisant les investissements sur les emplacements centraux (particulièrement recherchés dans le secteur des services), elle a accru l'importance de la rente de monopole dans les centres urbains, tout particulièrement dans les villes hébergeant des sièges de grandes entreprises internationales. En parallèle s'est observé un accroissement de la rente différentielle intensive (DR2), via la libéralisation massive des règles d'urbanisme et les investissements publics dans les grandes villes. L'accroissement de la rente intensive s'est traduit par une fragmentation de la structure socio-spatiale, car la logique antérieure d'expansion urbaine (suburbanisation), fortement subventionnée par l'Etat,

²³ Michel Aglietta, un des pères fondateurs de la théorie de la régulation, définit celle-ci comme « l'étude de la transformation des rapports sociaux créant de nouvelles formes à la fois économiques et non économiques, formes organisées en structures et reproduisant une structure déterminante, le mode de production ». Il s'agit donc d'une analyse du capitalisme et de ses transformations, résolument interdisciplinaire, qui rompt avec l'individualisme méthodologique et la monodisciplinarité de l'approche néo-classique. Sur cette théorie, on se référera utilement à l'ouvrage de Boyer, R. et Saillard, Y. (dir., 2002), *Théorie de la régulation, l'état des savoirs*, Paris, La Découverte.

²⁴ Le « fordisme » est défini par la théorie de la régulation comme le régime d'accumulation caractéristique de l'après-guerre, qui combine trois grandes caractéristiques : une organisation du travail partant du taylorisme, aboutissant à la séparation complète entre la conception et l'exécution (selon le modèle des usines Ford) ; un rapport salarial garantissant aux employés le partage des gains de productivité ; un ajustement de la production et de la demande centré sur l'espace national, avec des formes de concurrence oligopolistiques et un régime monétaire fondé sur le crédit.

a cédé la place à une logique d'urbanisation sélective, ayant fait émerger des « îlots de gentrification²⁵ » de forte densité bâtie. Là encore, ce phénomène s'explique par le changement dans les stratégies dominantes d'accumulation du capital, les fractions capitalistes liées à la sphère productive ayant marqué le pas par rapport aux fractions orientées vers l'accumulation fictive.

Cette vision stylisée a le grand mérite de restituer pleinement la dimension institutionnelle des marchés fonciers. Elle offre des réponses aux changements observés dans les politiques publiques et prend en compte les effets de ces changements sur l'évolution du prix du sol. Néanmoins, comme elle ignore totalement les logiques propres à la production et au financement de l'industrie immobilière, elle reste impuissante à expliquer les dynamiques de cycle qui s'exercent sur les divers segments des marchés fonciers, pas plus qu'elle n'éclaire véritablement les liens entre le foncier et la finance, tous deux catalogués dans une catégorie unique de « capital fictif ». Aussi, bien que la démarche de Jäger soit sans conteste appuyée sur un raisonnement plus robuste que celui d'Harvey et des autres membres du « groupe de Cambridge », elle est trop statique et trop stylisée pour être véritablement opératoire.

IV. Les adaptations du modèle thunénien au contexte urbain

Le modèle de rente foncière spatialisée élaboré par Von Thünen, appliqué au contexte urbain, allait rencontrer plus de succès que les thèses de Marx. Plusieurs raisons peuvent être invoquées pour l'expliquer : le postulat de la non neutralité économique de l'espace, et en particulier de la forte polarisation des centres urbains, sur lequel repose le paradigme thunénien, est une réalité qui n'a pas été démentie – bien au contraire – par les récentes mutations économiques et financières à l'échelle planétaire ; ensuite, le transport est demeuré l'un des déterminants majeur de la formation des valeurs foncières en milieu urbain, même s'il a pu perdre de sa puissance explicative avec les progrès technologiques et la baisse consécutive du coût des déplacements ; enfin, le modèle thunénien était facilement adaptable aux postulats de la théorie néo-classique, en raison de l'indifférenciation sociale des agents économiques et de l'espace urbain. L'assimilation des notions de rente et de loyer dans le terme anglais de *rent* allait faciliter l'introduction du raisonnement néo-classique dans les modèles, et par là même, autoriser de multiples développements en économétrie.

IV. 1. Le modèle urbain d'Alonso-Muth

C'est à Alonso qu'il revient d'avoir adapté, dans les années 1960, le modèle thunénien aux marchés fonciers urbains, tout en y introduisant les principes d'analyse néo-classiques. Il raisonne également sur un espace circulaire, parfaitement homogène, qui se confond avec une surface de transport, vierge de toute construction. Le marché central est devenu un CBD (*Central Business District*) où se concentrent les emplois et à partir duquel le bâti va s'ordonner.

Le modèle de Von Thünen est par ailleurs enrichi de deux nouvelles catégories d'agents, en plus des agriculteurs : les ménages et les industriels. Les ménages travaillent dans le CBD et cherchent à se loger dans l'espace urbain. Dans leur quête de logement, ils doivent faire des

²⁵ Ce terme, que l'on peut traduire en français par « embourgeoisement », a été introduit par R. Glass en 1964, à partir d'une étude sur les transformations de la structure sociale dans certains quartiers centraux de Londres.

arbitrages entre trois paramètres pour respecter la contrainte de leurs revenus : la dépense en transport, fonction de la distance de leur logement au centre, la dépense foncière exprimée par la valeur locative du sol multipliée par la surface, et un bien de consommation composite qui représente l'ensemble des dépenses hors logement. Un ménage qui choisit de vivre à proximité du centre va ainsi consacrer un coût moindre en transport mais il ne pourra pas consommer autant de terrain qu'en périphérie en raison des valeurs foncières plus élevées à proximité du centre.

Les ménages cherchent à maximiser leur utilité pour ces trois types de biens, en fonction de la formule suivante

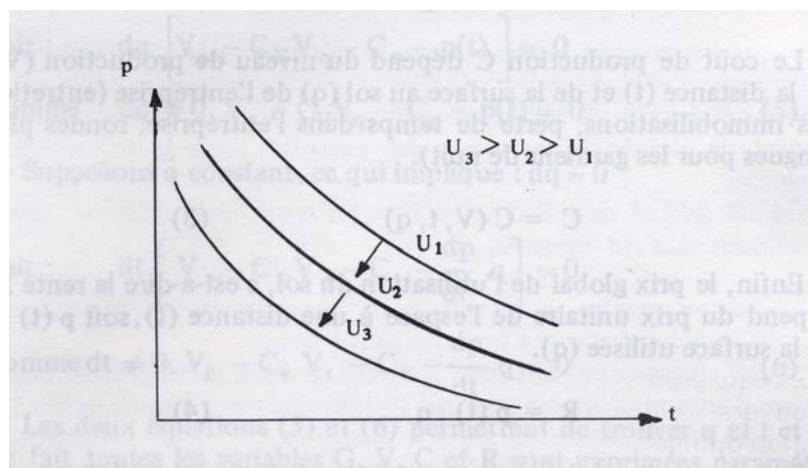
$$Y = P_z.Z + p(t).q + k(t)$$

Y étant le revenu, P_z le prix global unitaire des autres biens, Z la quantité des autres biens composites, $P(t)$ le prix unitaire du sol à une distance (t) du centre de la ville, Q la surface occupée, $K(t)$ le coût du transport au centre de la ville, et T la distance au centre de la ville.

Toute la difficulté est alors de trouver la fonction qui maximise l'utilité globale du ménage, compte tenu de la contrainte budgétaire, sachant que l'équation ci-dessus comporte trois inconnues : la quantité de surface de sol, la distance au centre et la quantité du bien composite.

Si l'on ne s'intéresse qu'à $P(t)$, le prix du sol, en appliquant une méthode itérative on obtient une famille de courbes d'enchères décroissantes avec la distance. Chaque courbe de demande de terrain représente une courbe d'indifférence entre Z, Q et t pour une utilité donnée. Plus la courbe d'enchères est basse et plus l'utilité est grande, car si pour une localisation donnée le prix diminue, l'utilité augmente. Pour le consommateur, maximiser son utilité sous la contrainte de son budget équivaut donc à choisir la courbe de rente offerte la plus basse, la plus proche de celles qui rencontrent la courbe réelle de prix sur le marché.

Schéma 4. Les courbes d'enchères des agents



Alonso applique le même raisonnement aux autres agents. La fonction d'utilité des industriels prend en compte le chiffre d'affaires, le profit, le coût de production et le coût du foncier (toujours exprimé sous forme de valeur locative multipliée par la surface). L'industriel va chercher à maximiser son profit, c'est-à-dire le surplus qui apparaît après déduction du chiffre d'affaires, du prix d'utilisation du sol et des coûts de production. La famille de courbes

d'enchères qui s'ensuit présente également un profil décroissant avec la distance et montre une utilité plus grande pour les courbes les plus basses (car pour une même localisation, le prix du sol est plus faible, donc le profit plus élevé).

S'agissant des agriculteurs, Alonso reprend le modèle simplifié de Von Thünen. Le prix de la terre est calculé selon les paramètres suivants : prix de vente des produits agricoles à la ville-centre, coût de production, coût du transport et rendement. Cette fonction est également décroissante avec la distance.

À partir de ces trois familles de courbes d'enchères, Alonso tente alors d'établir un équilibre général urbain donnant, pour chaque agent, sa localisation compte tenu du profit et de l'utilité recherchée. Propriétaires fonciers et utilisateurs se confrontent : les propriétaires cherchent à maximiser le loyer (la rente) et les utilisateurs leur utilité (s'il s'agit de ménages) ou leur profit (s'il s'agit d'industriels). La concurrence pour l'occupation du sol définit une hiérarchie des localisations en fonction de ce que chaque agent est prêt à offrir pour le terrain. L'espace se répartit alors en aires concentriques, avec les entreprises (agents les mieux-disants) à proximité du centre, les ménages en périphérie, et les agriculteurs repoussés sur les franges urbaines par leur incapacité à faire face aux enchères des autres catégories d'agents.

Alonso aurait souhaité parvenir à un équilibre général, mais il n'est parvenu qu'à un équilibre partiel. En effet, la complexité de son modèle est telle qu'il est impossible de faire varier tous les paramètres à la fois. Par exemple, on ne peut raisonner sur les ménages sans considérer initialement que tous les emplois sont au centre. De même, on ne peut raisonner sur les entreprises sans supposer que les ménages sont déjà localisés.

On notera qu'Alonso préfère utiliser le terme de prix du sol pour $P(t)$ plutôt que celui de rente « *pour éviter les problèmes épineux de définition que l'on rencontre dans la théorie de la rente* » (Alonso, 1964, p.16). Il distingue pourtant deux types de rentes : une rente économique (différence entre le prix effectif de la transaction et le coût, autrement dit « ce que l'utilisateur du sol doit payer en excès par rapport à l'offre de son concurrent pour s'assurer la localisation qu'il a choisie ») et une rente différentielle de position (surplus lié à la demande de localisation). Toutefois, à l'échelle de l'économie globale de la ville, la rente comme surplus disparaît²⁶, de sorte que rente économique et rente différentielle de position sont assimilables aux prix d'enchères. En escamotant de la sorte les effets du marchandage entre propriétaires et utilisateurs potentiels sur le prix des terres, Alonso parvient à appliquer le cadre conceptuel néo-classique au modèle thunénien.

Huriot critique cette assimilation trop rapide entre rente et prix. Il note : « *il faut établir une théorie spécifique du prix du sol, qui explique comment est déterminé le prix, en fonction des conditions particulières qui gouvernent les comportements des deux acteurs [l'agent à la recherche d'une localisation et le propriétaire foncier], et qui montre quelles sont les propriétés de l'équilibre réalisé. La littérature est encore très pauvre sur le sujet* ». (Huriot, 1988, p.25).

Toutefois, à partir d'Alonso on n'expliquera plus la distribution des fonctions dans l'espace par la rente, mais par les enchères des différents agents. Tout comme dans la plaine agricole de Von Thünen, ceux-ci se répartissent dans l'espace urbain sous la forme de cercles

²⁶ A l'échelle de l'agglomération, les coûts d'opportunité de l'ensemble des concurrents se neutralisent, de même que les rentes différentielles de localisation.

concentriques. Une telle situation n'est guère réaliste, mais rend bien compte, dans les grandes lignes, de la situation des villes nord-américaines des années 1960, avec les fonctions productives concentrées au centre et les ménages répartis en périphérie. Le rôle prédominant du coût du transport urbain permet également d'expliquer pourquoi les pauvres résident au centre en dépit du niveau élevé des valeurs foncières (Aydalot, 1985).

Le modèle se prêtait bien, par sa souplesse et la solidité de ses fondements micro-économiques, à des simulations diverses. Alonso analysa ainsi les effets d'une élévation des revenus des ménages, d'une croissance de la population, d'une amélioration du système de transports, d'une taxation foncière, d'une politique de zonage, de l'existence de plusieurs centres, sur les principales caractéristiques urbaines : valeurs foncières, localisation des ménages et des activités, taille de la ville, densité, formes urbaines, etc.

Le renouvellement, par Alonso, de l'approche thunénienne a donné lieu à de nombreux développements. Le modèle de base fut vite complété par Muth (1969), avec d'importants changements dans les fonctions de localisation résidentielle des ménages : ceux-ci ne sont plus, désormais, en quête d'un *emplacement* dans la ville (un emplacement de camping, comme ont ironisé certains) mais d'un *flux de services résidentiels* (combinaison du terrain, de la construction et de l'environnement résidentiel) ; en outre, la fonction de demande des ménages est doublée d'une fonction d'offre résidentielle des promoteurs-constructeurs. La nouvelle définition apportée par Muth à la fonction résidentielle des ménages, sous la forme d'un vecteur de biens et services résidentiels, a permis par la suite une adaptation des équations hédoniques à l'équilibre spatial. Toutefois, comme nous le verrons plus loin, la majeure partie des tests empiriques à base d'équations hédoniques sont restés en marge de l'économie spatialisée, du fait des lourdes contraintes de formalisation exigées par le respect de l'équilibre général.

IV. 2. Les travaux de la NEU

Le modèle d'Alonso complété par Muth, a donné naissance, à partir des années 1970, à de nombreux travaux utilisant des modèles d'équilibre résidentiels, sous la bannière d'un nouveau courant de pensée dénommé « Nouvelle Economie Urbaine » (N.E.U).

En raison de la complexité des paramètres en jeu dans ces modèles de villes stylisées, la N.E.U. a dû se doter d'hypothèses de base volontairement réductrices. Ainsi, sauf exception (notamment les travaux de Kanemoto, Ogawa et Fujita), la production et l'échange de biens et services sont supposés totalement concentrés en des lieux donnés dont toute autre activité, à l'exclusion du transport, se trouve proscrite. Par ailleurs, ces villes sont généralement monocentriques.

L'approche se limite le plus souvent à étudier la localisation des seuls ménages dans un espace où ne coexistent que transport et résidences. Le choix des ménages porte simultanément sur une localisation résidentielle (située dans l'espace urbain) et un bien composite regroupant l'ensemble des biens et services autres que le logement et le transport (produit et disponible uniquement au centre). Leurs délocalisations et relocalisations sont supposées intervenir instantanément et sans coût. Le « logement » est indifféremment interprété comme le terrain (Alonso) ou un flux de services issus de l'ensemble terrain-construction (Muth). Son prix unitaire est fonction de la distance, mais rien n'est supposé à propos de cette fonction, sinon qu'elle est continue et différentiable deux fois. Les propriétaires fonciers sont des *absentee landlords* (propriétaires passifs) qui tout comme les aristocrates du XIX^e siècle louent leurs

terres aux ménages et vivent en dehors de la ville. Quant au transport, il augmente à un rythme non croissant avec la distance depuis le centre, avec un coût fixé selon une fonction donnée (croissante, linéaire ou strictement concave de la distance).

La solution analytique de ces modèles donne l'allure du profil des valeurs foncières (valeurs locatives), celle du profil des densités résidentielles, la taille de la ville (à sa frontière, le prix du sol est égal à celui du terrain agricole) et, certains cas, le volume de la population.

On a reproché au modèle standard, dit « Alonso-Muth », sa définition trop simpliste des conditions de transport, l'ignorance de la différenciation sociale des ménages et la faible prise en compte du rôle exercé par la puissance publique. Des extensions au corpus de la N.E.U. ont donc été apportées dans ces trois directions.

Dans le champ du transport, Solow a introduit, dès 1972, la congestion urbaine dans le modèle standard et étudié ses effets sur les courbes d'enchères des ménages. L'idée d'un moyen de transport unique a été remise en cause par Capozza, en 1973, avec un modèle à deux types de transport (voiture individuelle et transport collectif). Toutefois, Derycke (1996), dans une synthèse de ces travaux, fait un constat en demi-teinte : *« le plus intéressant, à savoir l'analyse des conditions de report du mode le plus congestionné, c'est-à-dire le métro ou le réseau express, reste encore à résoudre, étant donné la complexité d'un modèle à deux modes de transport inégalement exposés à la congestion. En définitive, la définition d'une voie optimale dans une ville de la N.E.U. reste un problème particulièrement ardu »*.

En dépit de son espace socialement indifférencié, la ville stylisée de la N.E.U. a incorporé la dimension sociale sous certaines formes. Deux principales formes peuvent être citées ici : les schémas de localisation des riches et des pauvres, et les modèles d'externalités raciales.

Le modèle d'Alonso rendait bien compte des stratégies de localisation des ménages aux Etats-Unis, mais pas dans d'autres aires géographiques. En 1977, Richardson a établi une distinction entre quatre types de schémas de localisation résidentielle de ménages riches et pauvres. Outre les villes américaines, il envisageait : les villes du Tiers Monde (Amérique du Sud ou Afrique) où les riches sont au centre en raison de la concentration des équipements et des difficultés du transport, et les pauvres sont réfugiés en périphérie dans des bidonvilles ; les villes européennes, qui répondent à un modèle intermédiaire entre les deux premiers, en raison de la congestion du transport (qui incite certains ménages riches à s'installer au centre) et de la prégnance du modèle américain de périurbanisation ; les villes exclusives où les riches se partagent entre deux catégories, les uns préférant l'accessibilité au centre, les autres la quantité d'espace, ce qui a pour effet d'exclure les pauvres de la ville (Granelle, 2002). On remarquera que la typologie n'a pas été renouvelée depuis que les villes d'Asie battent les records mondiaux de gigantisme et de dynamisme. Sans doute doit-on invoquer le caractère trop simpliste de ces critères typologiques régionaux, qui s'appliqueraient particulièrement mal en Asie compte tenu de l'extrême diversité des formes et pratiques urbaines dans cette région.

Une autre façon de prendre en compte la dimension sociale est l'élaboration de modèles urbains ségrégatifs. Cette démarche est caractérisée par les modèles de ville raciale, bien caractéristiques des problématiques nord-américaines. Dans ce modèle sont distingués deux catégories de ménages : les Blancs et les Noirs. Les Blancs ont des revenus supérieurs aux Noirs et vivent par conséquent dans des localisations moins centrales. Si l'on introduit l'hypothèse d'aversion raciale en supposant que les Blancs soient les seuls à considérer le

voisinage de l'autre groupe ethnique comme un préjudice, la frontière entre Blancs et Noirs se déplace vers la périphérie urbaine. Les courbes d'enchères foncières s'en trouvent modifiées, au détriment... des Blancs, qui subissent une augmentation des prix. Exprimé sous forme de bénéfice du racisme pour les Noirs, ce résultat peut sembler contre-intuitif, mais présenté comme une extension de la zone d'habitat vétuste, il prend tout son sens et colle davantage à la réalité (Zoller, 1988, p. 91).

Toutefois, il faut rappeler, là encore, que ces modèles ne permettent pas d'obtenir analytiquement la répartition des classes de résidents sur l'espace urbain : l'ordre dans lequel ils se succèdent depuis le centre est fixé *a priori*, selon le modèle nord-américain qui considère implicitement que la localisation est d'autant plus éloignée que les revenus sont élevés.

La puissance publique est par ailleurs très peu présente dans les raisonnements de la N.E.U. Pourtant, l'Etat et les collectivités territoriales sont à la fois propriétaire foncier et consommateur de terrains. Plus important encore, ils disposent de droits régaliens sur l'espace, comme celui de percevoir l'impôt et de fixer les règles d'utilisation des sols et des constructions. La puissance publique fait toutefois intrusion dans certains modèles, mais de façon très restreinte. Elle intervient sous deux principales formes : la perception de taxes et l'offre de biens publics locaux. La seconde problématique connaît actuellement d'importants développements, sous la forme de modèles d'économie publique reposant sur l'hypothèse de Tiebout²⁷ (1956).

Quelle que soit la direction prise par l'extension des modèles, le principe général a consisté à y introduire des effets externes : pollution et congestion pour les transports, intolérance entre groupes sociaux et raciaux, avantages liés à l'offre de biens publics locaux²⁸. La prise en compte des externalités a permis de s'affranchir de l'hypothèse trop restrictive d'anisotropie de l'espace (symétrie de la structure des localisations par rapport au point central), en tenant compte davantage des attributs spécifiques des diverses localisations. On a pu ainsi revenir sur la tyrannie de la distance au centre unique et envisager des villes linéaires ou polycentriques. Certains modèles prennent en compte des externalités tout en conservant les principes de bases de la N.E.U., avec des villes dotées de biens publics locaux et d'aménités environnementales.

La N.E.U a été très féconde. On recense aujourd'hui plusieurs centaines de modèles urbains conçus sur des arbitrages entre loyers et coûts de transport. Selon le bilan d'une décennie de travaux mené par Derycke (1996), les recherches de la N.E.U ont concerné essentiellement l'économie immobilière (26%), l'économie des transports (18%), l'économie publique locale (17%) et l'économie sociale (notamment villes racistes, 16%). La N.E.U. a eu le grand mérite d'intégrer l'espace dans l'analyse économique, non pas comme un simple substrat sur lequel

²⁷ Selon Tiebout, les choix de localisation des ménages ne reposent pas seulement sur les paramètres « coût du logement » et « accessibilité au centre », mais s'opèrent également en fonction des biens publics locaux (BPL) offerts dans chaque commune. Ces biens publics sont financés par l'impôt, essentiellement assis sur la propriété immobilière (conformément au système fiscal nord-américain) et sont censés satisfaire les administrés au point que ceux-ci choisissent de s'installer ou de rester dans la commune. Si l'offre ne les satisfait plus, ils « votent avec leurs pieds » en changeant de commune.

²⁸ Il existe, par ailleurs, toute une littérature, elle aussi formalisée, sur les biens publics locaux. Pour une synthèse en français de ces travaux, voir Beckerich, C. (2001), *Bien publics et valeurs immobilières*, Paris, ADEF.

interagissent les agents économiques, mais comme une *composante* à partie entière du système, qui modifie en profondeur les comportements individuels et collectifs ainsi que les liens d'interdépendance des agents. L'espace n'est plus neutre, il a un « sens économique », qui faisait jusque-là défaut tant dans les théories classiques que néo-classiques.

Toutefois, le parti pris de la N.E.U., tournée vers des modèles économétriques de plus en plus sophistiqués, à mesure que progressait l'informatique, l'a exposée à de sévères critiques. On se contentera ici d'identifier trois problèmes : la polarisation des centres ; l'impossible prise en compte du foncier et les questions méthodologiques liées à la modélisation.

La polarisation des centres

Les lois néo-classiques, auxquelles se réfèrent les modèles d'économie spatiale, ne conduisent pas « naturellement » à la concentration spatiale. Au contraire, elles tendent à disperser les activités. L'économie spatiale est donc fondée sur l'hypothèse *a priori*, de l'existence d'un centre, lieu de convergence des emplois et des services (commerces, services administratifs...). Cette polarisation est *donnée* par le modèle, elle est exogène. Elle n'évolue pas en fonction de l'accroissement urbain ni de l'interaction des diverses catégories d'agents. Même dans les modèles plus sophistiqués qui admettent une polycentralité, les caractéristiques des centres sont en grande partie exogènes. Cela est dû à l'impossibilité de formaliser un véritable équilibre spatial, mais aussi à la méconnaissance des mécanismes profonds qui président à la formation de lieux dits « centraux ». Ces mécanismes relèvent en effet d'autres disciplines des sciences sociales (géographie, histoire, anthropologie, sciences politiques...) et il est difficile de les réduire à la seule dimension des interactions entre agents.

La géographie urbaine a apporté des observations précieuses sur la genèse de pôles de centralité dans les périphéries urbaines au cours des deux dernières décennies. Ce phénomène revêt une envergure mondiale, mais relève de logiques très diverses. En France, on a parlé de « villes émergentes » pour nommer l'apparition d'un nouveau type d'urbanité, dans les périphéries urbaines, engendré par l'implantation de centres commerciaux ou de cinémas multiplex (Chalas, Dubois-Taine, 1997). Plus spectaculaires sont les nouveaux centres urbains pour les ménages aisés, aménagés dans la banlieue des villes en développement. Construits au prix de politiques publiques volontaristes, ils apparaissent comme une alternative aux modèles traditionnels et peu fonctionnels incarnés par les centres anciens. On en trouve un peu partout dans le monde : dans le désert à proximité du Caire, à Istanbul, sur la rive nord du fleuve Pu à Shanghai (quartier de Pudong), sur la rive Sud du Han à Séoul, etc. Certains auteurs vont même jusqu'à parler, abusivement de notre point de vue, de « refondation métropolitaine » (Haeringer, 2003).

Si l'on peut reprocher à ces travaux leur caractère trop descriptif, surtout vu du point de vue de l'économétrie spatiale, ils présentent l'avantage de prendre en compte la diversité des facteurs et des schémas morphogénétiques des villes. D'autres travaux récents, menés par des historiens, ont par ailleurs apporté d'importants éclairages sur la valorisation de certains points dans l'espace géographique. Desmarais (1995), Desmarais et Richtot (2000), se fondant sur les apports théoriques du sémioticien Petitot, ont mis en évidence le rôle déterminant de lieux sacrés où l'installation humaine est prohibée, les *vacuums*, dans la genèse des centres urbains en France. Reprenant cette hypothèse, Rebour (2000) s'est attaché à démontrer que le *vacuum* se trouvait « au centre de la dynamique d'investissement de la valeur dans l'objet/terre et l'appropriation privée du sol qui en découle ». Se fondant sur une analyse historique, il fait l'hypothèse que le mécanisme d'injonction des terres sur le marché

en France à l'époque Moderne a suivi une logique inverse de celle énoncée par Ricardo. Les espaces les plus valorisés (à proximité du *vacuum*) ne pouvant être mis les premiers sur le marché en raison de leur proximité à l'interdit et au sacré, ce sont d'abord les terres marginales qui ont été libérées. Puis, de proche en proche, le mécanisme a gagné les terres centrales, sans toutefois atteindre l'espace du *vacuum*. Cette représentation implique que la valeur du sol préexistait à sa valorisation économique. Un tel raisonnement semble pertinent pour expliquer des phénomènes *a priori* incompréhensibles, comme l'état de déshérence dans lequel est longtemps resté la Plaine Saint Denis (ancien *vacuum*, nécropole des rois de France) malgré sa situation très centrale.

L'impossible prise en compte du foncier.

Il n'est bien évidemment pas question de reprocher à l'économie spatiale d'ignorer les mécanismes de formation des centres urbains. Un modèle fondé sur un centre fixé *a priori* conserve toute sa pertinence s'il correspond à une configuration urbaine reconnue. Ce qui nous paraît plus gênant, si l'on limite l'analyse aux localisations urbaines, c'est que les modèles de la N.E.U., tout comme leurs dérivés, n'ont pas fait véritablement évoluer la notion de rente foncière. C'est à peine si les hypothèses de Von Thünen ont été retouchées : les « prix » des terrains ne sont envisagés que sous la forme locative, comme au XIX^e siècle, alors que la grande majorité des marchés fonciers font l'objet de transactions²⁹ ; les propriétaires fonciers sont absents de la ville et totalement passifs, comme les *landlords* de l'époque de Von Thünen; les ajustements s'effectuent sans délai et sans coût sur un substrat vierge (idée de la « métropole instantanée »), ce qui est particulièrement irréaliste au regard des résistances de la trame urbaine et des rigidités du bâti ; la réglementation joue un rôle mineur dans la formation du prix du sol et la concurrence entre agents pour l'occupation du sol n'intervient que de façon très restrictive. En définitive, le principal déterminant des valeurs foncières reste la distance au centre (par son équivalent en coût de transport), même si les modèles admettent de plus en plus, aujourd'hui, la prise en compte d'attributs de localisation par le biais des externalités.

Le maintien de ces hypothèses, pour le moins archaïques au vu de l'évolution des marchés fonciers urbains au cours des deux derniers siècles, peut à première vue surprendre. Avec les progrès spectaculaires de l'informatique, on aurait pu s'attendre à une plus forte « modernisation » du modèle de Von Thünen sur ces points. En réalité, il faut bien comprendre que ces archaïsmes sont consubstantiels aux modèles.

En effet, ces villes stylisées s'inscrivent dans le cadre théorique de l'économie néo-classique, qui considère l'ensemble des complexes de consommation comme convexes³⁰. Or, la prise en

²⁹ Même sur les marchés locatifs des terres, un loyer foncier (ou droit de superficie) exprime avant tout un droit à construire. Il est donc très variable selon son inscription dans un espace socialement non homogène, selon sa durée, le volume de surfaces-plancher qu'il autorise et le contexte de la négociation entre « l'acheteur » et le propriétaire.

³⁰ Les courbes d'indifférence des consommateurs (ensemble des combinaisons de produits engendrant un même niveau de satisfaction) présentent une convexité tournée vers l'origine des axes, car pour un consommateur rationnel disposant d'une forte quantité d'un bien X (mesurée sur l'axe des abscisses) et d'une faible quantité du bien Y (mesurée sur l'axe des ordonnées), l'utilité marginale de X est faible et celle de Y élevée ; par suite, le taux marginal de substitution est faible, ainsi que la pente de la courbe d'indifférence. A l'inverse, lorsque le consommateur dispose d'une faible quantité de X et d'une forte quantité de Y, l'utilité marginale de X est élevée et celle de Y faible ; le taux marginal de substitution est alors élevé et la courbe d'indifférence s'accroît.

compte du substrat foncier, et plus généralement de l'espace, est difficilement compatible avec l'hypothèse de convexité. Cette dernière dispose, en effet, que chaque ménage consomme une quantité non nulle de tous les biens, qu'il substitue les uns aux autres selon l'utilité relative qu'il attribue à chacun d'eux. Aussi, maintenir cette hypothèse dans le cas du foncier oblige à admettre que notre ménage est à même de disposer, à l'équilibre, d'une quantité infinitésimale de logement et d'espace en chaque coin du territoire urbain. En d'autres termes, tous les résidents des villes stylisées posséderaient le don d'ubiquité ! (Zoller, 1988, p.65-66). On le voit, l'espace fait mauvais ménage avec l'hypothèse de convexité sur deux points essentiels : *l'unicité* du lieu de résidence (interdisant l'ubiquité) et *l'indivisibilité* de la consommation résidentielle (interdisant des consommations infinitésimales). Rejeter l'hypothèse d'unicité pour l'emplacement d'un terrain revient à dénier au foncier sa caractéristique principale : celle d'être un *bien localisé*, dont les qualités sont uniques en chaque point du territoire du fait de son environnement physique et social.

Il est clair, par conséquent, que l'introduction d'hypothèses plus réalistes pour les marchés fonciers poserait des problèmes insurmontables à l'économie spatiale, voire conduirait à en remettre en cause les fondements. Par ailleurs, même en restant dans le cadre conceptuel thunénien, on voit mal comment espérer mesurer les « prix » des terrains sans tenir compte du droit dont disposent les propriétaires fonciers sur leurs terres. Ainsi que l'a souligné Huriot, Alonso a trop vite confondu la rente (fruit de ce droit assimilé à un monopole) et les loyers d'enchères. Comme, en outre, le prix des terrains se trouve largement déterminé par les règles d'occupation des sols, lui-même résultant d'un autre type de monopole (celui dont dispose la puissance publique sur l'affectation des droits), il est illusoire d'envisager des actions purement mécaniques et homogènes de différentes variables sur le prix du sol et sur la forme urbaine.

Bien d'autres remarques encore pourraient être faites sur la faible adéquation des hypothèses du modèle standard et de ses dérivés à la réalité des marchés fonciers. Mais il ne faut pas s'y méprendre : si les travaux en économie spatiale urbaine continuent de se complexifier en s'efforçant de lever les hypothèses restrictives des modèles dans de multiples domaines (externalités, économie publique locale, concurrence à plusieurs agents, formalisation des contextes d'incertitude...), aucune avancée ne s'observe du côté de la « rente foncière ». Car revenir sur le postulat d'Alonso impliquerait de renoncer à l'hypothèse de convexité, et par voie de conséquence, à rejeter tout l'arsenal d'analyse néo-classique. Ainsi que le note Aydalot, *« même une approche limitant les caractères du sol à deux éléments : quantité et localisation, éprouverait d'énormes difficultés à formaliser l'équilibre sur le marché foncier »*. Ceci l'amène à faire un constat général sévère : *« l'irréalisme et l'abstraction des modèles d'équilibre général spatialisé illustrent l'échec au moins partiel de la théorie de la localisation. Quand l'insatisfaction se développe au spectacle d'une théorie qui se ramène à une fuite en avant dans l'ésotérisme, il paraît raisonnable de revenir aux faits, et de s'appuyer sur une démarche empirique »* (Aydalot, 1985, p.49-50).

Problèmes méthodologiques liés à la modélisation

On ne peut que partager le constat d'Aydalot si l'on examine en outre les redoutables problèmes méthodologiques inhérents à la démarche de modélisation. Ces villes stylisées sont des représentations très simplifiées de la réalité urbaine, elles ne sauraient prétendre se substituer à cette réalité, anticiper son évolution ou agir dessus.

Bonnafous met l'accent, dans un ouvrage épistémologique au titre provocateur (« Le siècle des ténèbres de l'Economie », 1989) sur deux autres problèmes posés par la modélisation, et qui dépassent bien évidemment le champ de l'économie spatiale. Le premier problème porte sur la clause *ceteris paribus* : lorsque l'on cherche à évaluer les effets d'un changement d'un paramètre, on fait l'hypothèse que les relations entre l'ensemble des éléments du modèle ne sont pas altérées et que les autres paramètres évoluent « toutes choses égales par ailleurs ». Bonnafous ne condamne pas l'usage cette clause, indispensable à tout effort théorique, mais il reproche aux auteurs de sous-estimer les précautions qu'elle requiert : « *en isolant ce qui est reconnu mouvant pour y déceler des relations, indépendamment de tout le reste qui est supposé figé, on fait évidemment l'hypothèse très redoutable dont ces relations résistent quand tout ce restant se transforme et quelles que soient ces transformations. La différence fondamentale entre l'expérimentation contrôlée réelle et l'expérimentation contrôlée fictive est là. Dans le premier cas, la question de savoir si ces relations résistent aux changements de conditions de l'expérience doit normalement être traitée par le protocole expérimental et en principe résolue à l'issue de la série complète d'expériences* ».

Le second problème concerne la réduction des dimensions par les modèles. Toute modélisation de l'espace s'effectue à partir d'un ensemble de définitions, qui abordent la réalité à partir de la représentation simplifiée que s'en fait le chercheur, à partir de la doctrine à laquelle il se réfère implicitement (ici, l'économie néo-classique avec tout ce qu'elle véhicule d'a priori sur le monde réel, comme la rationalité des agents et leur comportement d'*homo economicus* sans appartenance sociale). Plutôt qu'une *réduction* entre l'objet réel et le modèle, il s'agit davantage, selon Bonnafous, d'une *projection* du phénomène étudié sur un plan à deux dimensions. « *Lorsque, pour raisonner sur des comportements de consommateurs sur le marché d'un bien, on fait abstraction de tout ce qui n'est pas, soit le prix de ce bien, soit la quantité demandée par l'ensemble des consommateurs, lorsque l'on réduit les comportements de la demande à ces deux seules dimensions, le raisonnement et l'expérience vécue engendrent une fiction théorique qui est appelée loi de la demande [...]. Au lieu d'une courbe de demande, il faudrait envisager une « courbe de niveau » d'une surface projetée, qui prendrait en compte d'autres dimensions* ».

IV. 3. La N.E.U. et les politiques publiques

Les nombreuses critiques adressées à la N.E.U. rendent l'approche thunénienne de la rente peu instrumentale pour la formulation des politiques foncières. Pour s'en convaincre, on peut prendre ici l'exemple d'une des rares publications, inscrite dans le champ de l'économie spatiale, où la spécification d'un modèle de ville stylisée aboutit à des préconisations en matière de gestion du sol.

Le modèle de capitalisation foncière de Duranton et Thisse

Il s'agit d'un modèle de ville fermée, proposé par Duranton et Thisse (1996), au sein duquel une infrastructure de transport collectif est fournie par un opérateur privé. C'est à cet exploitant qu'est confiée la tâche d'aménager la ville. Le problème est alors de déterminer la politique foncière pertinente pour obtenir un optimum de premier rang (atteindre le niveau maximum du bien-être collectif), sachant que l'exploitant de l'infrastructure – du fait de son statut privé – ne recherche pas le bien-être collectif mais la maximisation de son taux de profit. Les auteurs montrent, par ce qu'ils nomment le « premier théorème du bien-être de l'économie urbaine pour une ville fermée », que l'optimum de premier rang peut être atteint si la totalité de la rente est captée par l'exploitant-aménageur. Autrement dit, la rente doit revenir

à l'agent créateur de richesses, solution plus efficace qu'une taxation par la puissance publique suivie d'une redistribution à cet agent. Mais pour qu'un tel système fonctionne, il faut que l'exploitant-aménageur puisse acquérir les terres à la valeur réelle d'opportunité (avant la création de la rente liée à l'infrastructure de transport). On se trouve là en présence d'une difficulté majeure : les propriétaires fonciers, une fois informés du futur tracé et des projets d'urbanisation connexes à l'aménagement de l'infrastructure, chercheront nécessairement à s'approprier une part de la rente. Les auteurs proposent alors d'autres options. La première consiste à promouvoir des « villes-usines », comme le Creusot ou Toyota-City. Certes, admettent-ils, *« ce type d'organisation fut fort critiqué parce qu'il favorisait le paternalisme et réduisait la liberté des individus qui étaient à la fois employés, locataires et clients d'une même entreprise »*. Mais la parade est toute trouvée : *« il est possible d'éviter les abus que l'on a connus en imaginant des systèmes de contrats (ou des institutions nouvelles) qui protègent la liberté de chaque individu, tout en permettant aux producteurs de capitaliser la rente foncière »*. La seconde option consiste rien moins qu'à collectiviser les sols, solution préconisée il y a plus d'un siècle par Walras ...

La solution de contractualiser les libertés, en laissant les opérateurs libres de capitaliser la rente, témoigne de l'indéfectible croyance des auteurs en la capacité régulatrice des marchés. Elle nous paraît pour le moins naïve au regard des expériences déjà tentées dans le domaine des droits de pollution ou des transferts de COS (voir I/IV-3). Il se trouve que nous disposons d'un bon exemple de système ferroviaire privé, dont le financement repose pour partie sur la capitalisation de la rente foncière. Il s'agit du dispositif japonais de transports urbains, qui se trouve d'ailleurs présenté comme un modèle du genre par Duranton et Thisse.

Le dispositif de transports ferroviaires privés japonais, un modèle idéal de capitalisation foncière ?

Le Japon présente en effet la grande originalité de détenir des réseaux ferrés privés dans ses deux plus grandes agglomérations, dont le dispositif d'ensemble se rapproche d'un système concurrentiel³¹, avec des opérateurs pratiquant depuis plus d'un siècle la capitalisation de la rente foncière au moyen d'une extraordinaire diversification extra-ferroviaire.

Nos travaux empiriques, menés au cours des périodes 1999-2000 et 2000-2002, ont montré que les opérateurs ferroviaires de banlieue ont pu optimiser la capitalisation de la rente en constituant d'abondantes réserves foncières dans l'avant-guerre ou au cours de la seconde guerre mondiale, à une époque où les valeurs des terrains étaient faibles. Mais le système a atteint ses limites depuis déjà plusieurs décennies, et ce pour deux grandes raisons : d'abord, parce que les propriétaires fonciers sont devenus très réticents à aliéner leurs parcelles, précisément parce qu'ils craignent de ne pas bénéficier pleinement de la rente ; en second lieu, l'économie foncière est devenue cyclique, au Japon comme ailleurs, de sorte que les acquisitions foncières sont devenues très risquées. En témoignent les déboires des groupes ferroviaires ayant procédé à des investissements fonciers massifs au cours des années d'euphorie spéculative 1985-1991 (Aveline, 2003).

Ce système original de financement privé du transport par capitalisation foncière présente bien des éléments positifs. À son crédit, on pourra arguer qu'il a permis à l'Etat japonais de

³¹ Il s'en écarte toutefois sur deux points essentiels : 1) les opérateurs disposent d'un « monopole géographique » pour étendre leurs lignes (ce qui n'empêche pas la concurrence entre eux sur certains tronçons) ; 2) le rail est indirectement subventionné par l'Etat, sous la forme d'une exonération des indemnités de transport ferroviaire versées par les entreprises aux salariés.

consacrer ses maigres ressources au développement industriel, à la fin du XIX^e siècle, sans avoir à se soucier du transport urbain. La concurrence a incité les compagnies ferroviaires à améliorer leur offre de transport, tout en respectant les contraintes imposées par l'Etat en matière de tarification. Ce système a également présidé à la formation de dispositifs intermodaux de transports, grâce à la diversification des groupes ferroviaires vers le transport automobile (bus de rabattement dans les gares ferroviaires de banlieue), ce qui a facilité l'offre de logements de masse, sous la forme la plus courante du pavillon de banlieue. L'Etat n'a pas eu, donc, à se soucier non plus de la question du logement. Autre avantage indéniable du système japonais : l'automobile individuelle ne constitue pas un « filtre social » comme en Amérique du Nord, car les principaux équipements culturels, commerciaux et de loisir sont accessibles par voie ferrée. La prépondérance du rail concourt également à limiter la pollution urbaine et la consommation d'hydrocarbures. Pour finir, les villes de banlieue japonaises s'apparentent moins à des cités-dortoirs que leurs homologues européennes ou nord-américaines – malgré une très faible déconcentration des emplois –, en raison de la diversité des équipements de distribution et de restauration-hotellerie exploités par les opérateurs ferroviaires privés aux abords des gares.

Pour autant, le système japonais est très loin d'atteindre l'optimal social. Parmi ses défauts, on commencera par citer le formidable étalement urbain engendré par des infrastructures ferroviaires en constante progression. La « nappe urbaine » de Tôkyô offre à cet égard un contraste saisissant avec la compacité d'autres grandes villes asiatiques, telles que Séoul, Shanghai, Singapour ou Hong Kong³². Cet étalement allonge d'autant les trajets domicile-travail que les emplois demeurent enracinés au centre. La déconcentration des emplois aurait en effet été à l'encontre des intérêts des groupes ferroviaires et n'a par conséquent jamais véritablement figuré dans les priorités de l'Etat. On citera, pour finir, un déficit en espaces publics (espaces verts notamment, en concurrence avec d'autres occupations plus rentables) et bien souvent aussi en équipements publics : hôpitaux et centres de soins, sécurité-incendies, mairies annexes, police, écoles, crèches.... De façon plus générale, la prise en charge d'une partie de l'aménagement urbain par les opérateurs ferroviaires privés a exonéré la puissance publique d'un investissement plus volontariste dans les secteurs de l'urbanisme et du logement, qui est en grande partie responsable du niveau très élevé des valeurs foncières au Japon (Aveline, 2003).

À l'évidence, l'expérience japonaise de capitalisation de la rente est loin de présenter le caractère idéal du modèle de Duranton et Thisse. Les ménages japonais payent cher, par leurs interminables déplacements quotidiens et par le coût démesuré de leur logement, les choix en matière de transport et d'aménagement hérité de l'avant-guerre. Il faut souligner que la question des libertés ne s'est pas posée dans les termes prévus par Duranton et Thisse, le domaine d'exploitation des opérateurs ferroviaires privés ne coïncidant pas avec la sphère productive comme dans le cas des villes-usines. Les grands patrons charismatiques des compagnies ferroviaires de banlieue n'en ont pas moins développé des stratégies paternalistes à l'égard des usagers de leurs lignes, s'efforçant par tous les moyens de les rendre captifs de leurs services (logement, distribution et loisirs notamment). Le problème n'est donc pas nécessairement là où on l'attend. La systémique urbaine ne peut être réduite à quelques algorithmes, fussent-ils en apparence fondés sur des hypothèses robustes.

³² Il existe également à Hong Kong un réseau de transport ferroviaire fondé sur un principe de capitalisation foncière, mais ce système est récent et ne s'appuie que sur l'aménagement des gares (l'activité extra-ferroviaire des opérateurs de transport nippons dépassant de très loin la seule sphère d'influence du rail).

IV. 4. Un dérivé du modèle standard: les méthodes de prix hédoniques

Le paradigme tunisien a connu une extension intéressante en direction des méthodes de prix hédonique (MPH). Bien que cette approche soit radicalement distincte de l'analyse tunisienne de la rente, elle a été largement renouvelée et popularisée par la N.E.U., de sorte qu'elle trouve tout naturellement sa place dans ce chapitre.

L'utilisation de l'approche hédonique par la N.E.U. s'explique par le besoin d'introduire de l'hétérogénéité dans la fonction de demande résidentielle des ménages. Muth avait déjà posé les jalons, en 1960, en introduisant une distinction entre le « service logement » et le « bien logement » dans les hypothèses fondatrices de villes stylisées. Puis, en 1974, Rosen a fait du logement *un faisceau d'attributs et de caractéristiques*. Pour en calculer la valeur, il a eu recours aux formules de prix hédoniques.

Principes de la Méthode de Prix Hédoniques (MPH)

La notion de prix hédoniques³³ (*hedonic prices* en anglais), s'appuie, comme son nom l'indique, sur l'idée que l'utilité d'un bien ou d'un service résulte de la jouissance que celui-ci procure. La valeur du bien se mesure par une fonction de régression qui quantifie l'influence de chacune des caractéristiques de ce bien, que l'on suppose indépendantes les unes des autres. Par exemple, l'approche hédonique permet de déterminer la valeur d'un balcon supplémentaire dans un appartement (+800 euros par exemple) ou bien d'estimer la décote de prix due à l'implantation d'une usine de retraitement de déchets dans le voisinage.

Les modèles de prix hédoniques (MPH) sont apparus aux Etats-Unis dans les années 1920. Bien que la toute première formule semble avoir été appliquée à des terrains agricoles (Colwell, Dillmore, 1999), ce sont les modèles hédoniques de Court sur le prix des automobiles (en 1939) qui sont le plus souvent cités comme pionniers. Toutefois, le mérite revient à Rosen d'avoir généralisé les MPH dans le domaine du logement à partir des années 1970, en les articulant au modèle d'équilibre urbain d'Alonso.

La démarche introduite par Rosen comprend en principe deux étapes bien distinctes : au cours de la première étape, le bien est décomposé en une série de caractéristiques dont on calcule les prix marginaux (prix marginal de la vue sur le parc, de la présence de l'école, etc.) ; la seconde étape, partant de ces prix marginaux, identifie les comportements d'offre et demande sous-jacents : elle évalue les consentements à payer (fonctions d'enchères) des ménages pour une modification à la marge des quantités de caractéristiques.

Pour mener à bien la deuxième étape, on doit procéder à une segmentation des marchés dans l'aire spatiale étudiée. On utilise des modèles de choix discrets qui permettent d'indiquer la probabilité pour qu'un ménage de type donné se place sur tel segment de marché. De cette façon, la méthode hédonique apporte une autre définition de la segmentation du marché, basée non pas sur des découpages géographiques ou sur une typo-morphologie du bâti, mais sur les comportements économiques des ménages : *la segmentation du marché se définit ici par les structures de prix* (c'est-à-dire les valeurs relatives des caractéristiques) ; ainsi, si deux sous-

³³ L'expression « prix hédoniste » serait plus pertinente, mais l'on a préféré conserver le terme anglais *hedonic* pour la traduction en français.

marchés ont des structures de prix identiques mais des valeurs différentes, ils relèvent d'un même groupe car cela signifie que les ménages accordent la même importance à chacun des attributs. Une fois les sous-marchés identifiés, on applique à chacun d'eux les principes classiques de l'offre et de la demande. Ainsi « vidés » de leur hétérogénéité par le processus de segmentation des marchés, les logements sont supposés être des biens homogènes dans chaque sous-marché, leur prix se fixant en fonction des quantités échangées. Cette dernière phase bute toutefois sur un problème bien connu : l'impossibilité de démêler les prix des quantités, les prix étant le produit des deux. Ramener le prix au mètre carré n'est pas d'une grande aide, car ce ratio restitue les caractéristiques du logement et non pas une quantité. L'obstacle peut-être contourné par la mesure de la « quantité de service » offert par chaque logement, étalonnée sur un « logement-type », ou par l'élaboration d'un indice de prix « à qualité constante » (Maleyre, 1997). Toutefois, les difficultés à formaliser ces sous-équilibres au sein des marchés du logement ont contraint les analystes à renoncer, le plus souvent, à la seconde étape. On en est donc arrivé à la situation paradoxale où la MPH, conçue à l'origine pour éliminer les perturbations liées à l'hétérogénéité des biens, se consacre désormais à la seule mesure de cette hétérogénéité. Elle a bénéficié, dans cette perspective, du développement d'un arsenal méthodologique sophistiqué.

Actuellement, 60% des publications sur les MPH dans les grandes revues internationales³⁴ portent sur des biens immobiliers, et tout particulièrement sur le logement. Il n'y a guère qu'en Asie du nord-est (Japon, Corée du sud notamment) où ces modèles sont également appliqués aux marchés fonciers³⁵.

On retient généralement trois grands types d'attributs dans la formation du prix du logement :

- 1) Les caractéristiques dites « intrinsèques » : taille du logement, superficie du terrain, nombre de pièces, niveau de confort, etc.
- 2) Les variables de localisation : accès au centre-ville, proximité aux équipements scolaires, commerciaux, culturels et aux infrastructures de transport (métro, voies ferrées, autoroutes...)
- 3) Les critères de voisinage : l'environnement physique du quartier (qualité du bâti, densité des constructions, vues paysagères, qualité de l'air, nuisance sonore, couverture végétale, etc.) et les caractéristiques socio-économiques (revenus des habitants, taux de criminalité, taux de chômage, taux de scolarisation et/ou de réussite aux examens, composition raciale ou ethnique, etc.), auxquels s'ajoute le taux de l'impôt foncier.

³⁴ Selon la base de données Ingenta, dans laquelle se trouvent recensés plus de 16 millions d'articles en ligne, issus de 28 487 publications académiques et professionnelles. D'après Ingenta, 179 articles ont été publiés depuis 1996 sur les MPH, dont 109 sont relatifs à l'immobilier. Les autres biens de consommation concernés sont les automobiles, les ordinateurs, les vins ou les œuvres d'art.

³⁵ Au Japon, il n'existait pas de notion économique de « marché immobilier » jusqu'au début des années 1990, en raison de la primauté des marchés fonciers. Une approche similaire est observée en Corée du Sud et à Taiwan, toutefois moins prononcée qu'au Japon (pour plus de détails sur la notion très particulière d'immobilier au Japon, voir Aveline, N. (2003), « Property markets in Tokyo and the management of the last boom-bust cycle » in Aveline, N., Ling-Hin Li (dir.), *Property Markets and Land Policies in Northeast Asia - The Case of Five Cities : Tokyo, Seoul, Shanghai, Taipei and Hong Kong*, Hongkong-Tokyo, Maison Franco-Japonaise / Center for Real Estate and Urban Economics, 2004, 33-82). La base de données Ingenta ne recense pas de MPH appliquées à des valeurs foncières, car de tels modèles posent de redoutables problèmes méthodologiques (liés à la grande hétérogénéité des droits de construire attachés au sol) et ne donnent pas lieu à des publications de niveau international.

Dans quelques rares cas, on tient également compte des facteurs juridiques ou réglementaires susceptibles de restreindre ou d'élargir l'exercice du droit de propriété.

La formule de prix hédonique prend la forme suivante :

$$P = f(I, L, V)$$

Où P est le prix de vente du logement, I un vecteur de caractéristiques intrinsèques, L un vecteur de caractéristiques de localisation et V un vecteur de caractéristiques de voisinage. La forme de la fonction f n'est pas donnée initialement (elle n'est le plus souvent pas linéaire³⁶), mais des tests statistiques permettent de trouver la forme s'ajustant de mieux avec la série de données utilisée.

Intérêt et limites de la démarche hédonique

Telle qu'elle se présente le plus souvent, c'est-à-dire limitée à la première étape de Rosen, la MPH n'apporte pas d'éclairage sur la dynamique des marchés du logement. Comme l'exprimait Lacaze : « *une approche hédonique permet de comprendre comment le prix d'une Clio varie en fonction du moteur et des accessoires fournis avec les différents modèles, mais elle ne livre pas d'information sur la façon dont Renault calcule le prix du modèle de base* » (Lacaze, 1997). Elle n'en est pas moins devenue un outil courant d'analyse immobilière aux Etats-Unis – et dans une moindre mesure au Canada –, au point qu'un contribuable peut l'utiliser pour demander au tribunal la révision de la base d'imposition de son logement au titre de la *property tax* (Özdilek, Des Rosiers, Cannone, 2002).

Cette méthode trouve en effet des applications intéressantes dans de nombreux domaines :

- elle apporte une aide à l'évaluation des biens, tout particulièrement quand les transactions se raréfient sur un marché (ou dans le cas des marchés à faible transaction, comme les forêts, certaines terres agricoles...).
- elle permet de tester l'influence d'un facteur en particulier sur la formation du prix dans un marché donné ;
- elle évalue l'importance de la capitalisation foncière liée à l'implantation d'un bien public local (équipements culturel ou sportif) ou ceux qui leur sont assimilés, comme les équipements et infrastructures financés par le secteur privé. Cet avantage a donné lieu à un grand nombre de travaux se référant aux thèses d'Oates et de Tiebout.
- elle apporte une mesure des externalités environnementales, positives (proximité d'une forêt, existence d'arbres) ou négatives (nuisances diverses). Dans le cas des externalités négatives, la MPH peut apporter une aide précieuse pour la définition de mesures de compensation. Plusieurs auteurs français ont exploré l'impact négatif d'une gêne environnementale sur les valeurs résidentielles : les inondations dans la vallée de la Canche (Longlépée, Zuindeau, 2001), la présence de friches industrielles dans le Nord-Pas de Calais (Letombe, Longlépée, Zuindeau, 2002) ou encore les nuisances dues à la proximité d'un aéroport (Faburel, Maleyre, 2002).
- elle peut concourir à améliorer l'information sur les marchés immobiliers, par l'élaboration d'indices de prix basés sur les valeurs des transactions, équivalant aux indices boursiers ou

³⁶ Ce qui signifie que les prix des caractéristiques varient d'un logement à l'autre : par exemple, une étude dans le Val d'Oise estimait la variable réussite scolaire (faible redoublement en 5^e) à 2300 F à Garges-lès-Gonesse et à 34 000 F à Enghien-les-Bains.

obligatoires. Certains analystes ont insisté sur l'intérêt d'une telle démarche (en particulier Hidano, Hanayama, 2004), notamment dans l'immobilier de bureaux, cible privilégiée des fonds de placement. Toutefois, il semble que la méthode se heurte à un obstacle intrinsèque aux marchés immobiliers : leur faible liquidité. Le nombre de transactions effectuées trimestriellement dans une agglomération est en effet le plus souvent insuffisant pour qu'un indice soit statistiquement viable (Miles, Hartzell, Guilkey, Shears, 1991).

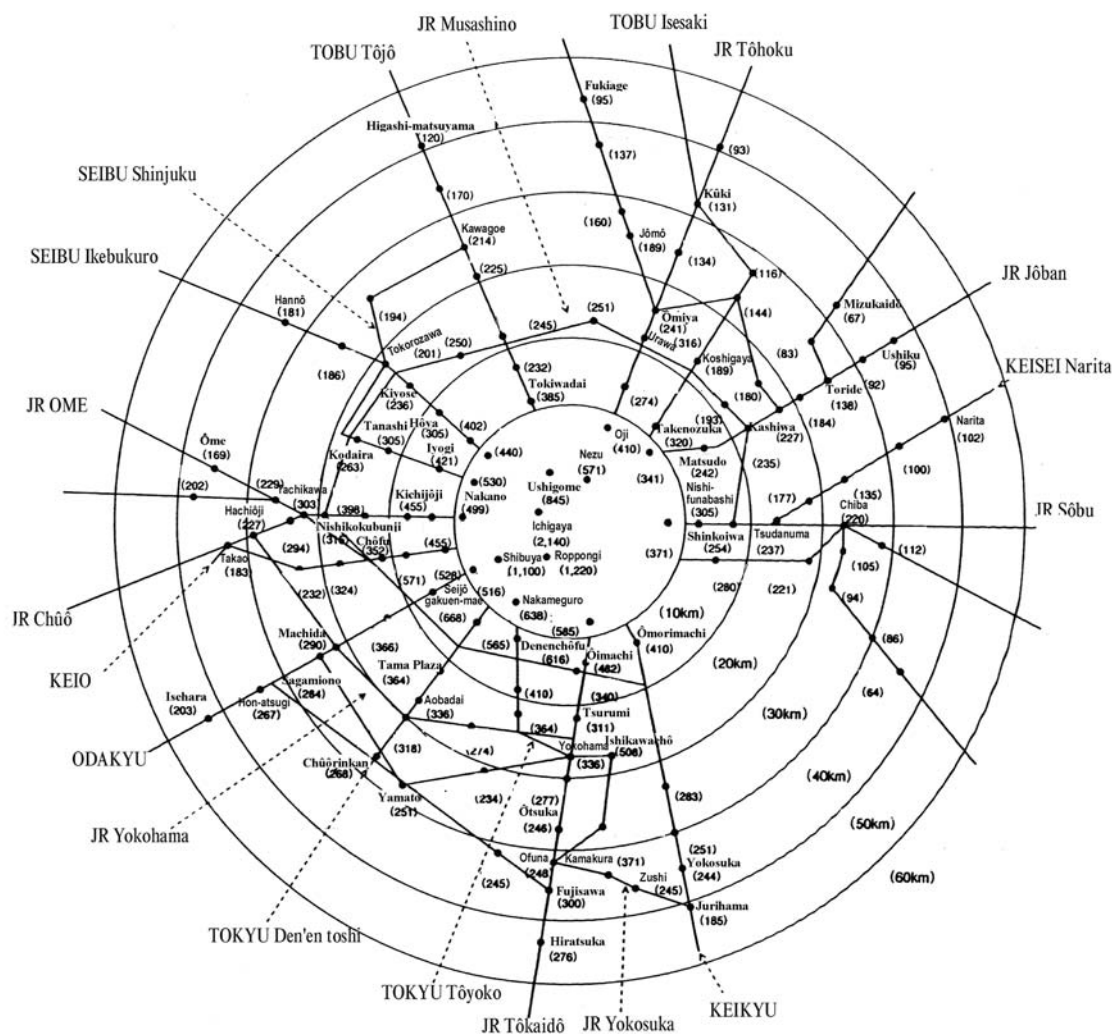
Les MPH ont été sujettes à de nombreuses critiques. Le reproche le plus fréquemment cité a trait à la colinéarité des variables, autrement dit au caractère redondant de certains paramètres: par exemple, la prédominance de classes sociales favorisées dans un quartier va de pair avec un taux de scolarisation élevé, un taux de criminalité faible, des écoles de qualité, etc. Sur ce plan, les modèles ont connu de grandes améliorations au cours de ces dernières années, mais la redondance des variables ne peut être totalement évacuée. Un autre problème tient à la spécification des paramètres. Le choix est déterminé arbitrairement par l'analyste. Celui-ci peut donc oublier une variable déterminante ou bien, à l'inverse, accorder trop d'importance à certaines variables (dans le second cas, des tests permettent néanmoins de réduire le risque de surdétermination). C'est également l'analyste qui choisit la fonction d'ajustement ; or, une mauvaise spécification du type de régression peut invalider les résultats. Plus gênante est la difficulté à déterminer des marchés homogènes. Là encore, c'est à l'analyste qu'incombe la responsabilité de cerner les frontières physiques ou typologiques des marchés. Une démarche hédonique appliquée aux prix des logements du Val d'Oise a ainsi fait l'objet d'un vif débat dans les colonnes d'*Etudes Foncières* en 1997 : des auteurs avaient calculé que tout éloignement d'un kilomètre supplémentaire d'un logement par rapport au centre de Paris diminuait le prix de 18 000 F. On leur a rétorqué que cette loi était très loin de s'appliquer uniformément à toute la zone géographique considérée, le marquage social prévalant très nettement sur l'accessibilité dans un grand nombre de communes (Lacaze, 1997).

On ajoutera, pour notre part, une critique qui rejoint celle des « puristes » des MDH (ceux qui préconisent l'usage de la seconde étape de Rosen) : ces modèles sont totalement statiques, ils n'apportent aucun éclairage sur la dynamique des marchés.

L'analyse hédonique permet toutefois d'observer l'évolution d'une variable dans le temps. En comparant la structure des prix à des dates différentes sur un marché donné, on peut isoler un facteur et étudier son évolution (son importance dans la composition du prix) dans le temps, toutes choses égales par ailleurs. Parmi les applications les plus courantes, on pourra citer les externalités négatives liées aux nuisances et les externalités positives produites par un bien public local (équipement culturel ou de loisir, infrastructure de transport, etc.). Mais cela n'est pas sans poser des difficultés.

Raisonnement *ceteris paribus* sur les effets de l'implantation d'un nouvel équipement industriel, culturel ou scolaire – c'est à dire supposer qu'il n'entraînera pas de déformation majeure de la structure des prix – peut sembler quelque peu audacieux, mais l'idée demeure encore à peu près raisonnable. En revanche, les choses se compliquent quand l'équipement en question est une infrastructure de transport, une nouvelle voie ferrée ou ligne de métro. Dans ce cas, la structure des prix a toutes les chances d'être radicalement modifiée. Car la construction d'une gare ou d'une station de métro s'accompagne le plus souvent d'une intervention urbaine (réaménagement du quartier, construction de nouveaux équipements commerciaux et de bureaux) dont l'effet sur les prix est inséparable de celui du gain d'accessibilité.

Schéma 5. Prix des terrains résidentiels le long des voies ferrées à Tôkyô



Source : *Mitsui Fudôsan tôkei kanrenshû*, 2000, p.14

Pour illustrer la difficulté à raisonner « toutes choses égales par ailleurs », on citera ici le modèle hédonique de Hatta et Okawa (1995) appliqué aux marchés immobiliers de Tôkyô. La variable dont on mesure l'impact sur les prix dans ce modèle n'est pas l'accessibilité, mais l'aide au transport consentie par les entreprises japonaises à leur salariés. Cette aide couvre l'intégralité du coût des trajets domicile-travail effectués par transport ferroviaire³⁷. Déductible des bénéfices des entreprises, elle constitue de fait une subvention indirecte de l'Etat au transport.

³⁷ Une aide au transport automobile existe également, mais le taux de remboursement est beaucoup plus faible, afin de limiter la demande d'emplacements de parking dans les bureaux du centre-ville et de réduire l'engorgement du trafic automobile.

Hatta et Okawa ont fait l'hypothèse que l'aide au transport était en partie capitalisée dans le prix du sol à Tôkyô. Pour le prouver, ils ont isolé cette variable dans la structure des prix fonciers le long d'un grand axe ferroviaire (la ligne JR Chuo à l'ouest de l'agglomération) et montré qu'en l'absence de cette subvention, le prix des terrains à Nishikokubunji (47 minutes du centre de Tôkyô) seraient équivalents à ceux de Toyoda (54 minutes du centre). Or, un tel raisonnement ignore les liens de causalité réciproques entre la production urbaine et la formation des valeurs foncières. En l'absence de cette aide indirecte au rail, la puissance publique aurait dû sans aucun doute consentir des règles de densité plus élevées pour permettre la construction d'immeubles de hauteur à proximité du centre. Le profil urbain de Tôkyô serait alors plus proche de celui de ses voisines (Séoul, Hong Kong ou Singapour), c'est-à-dire compact et verticalisé. La structure des marchés fonciers serait donc bien plus profondément affectée que ne le supposent Hatta et Okawa. On voit bien les limites du raisonnement *ceteris paribus*, qui rend la MPH difficile à appliquer pour tester l'impact spatial ou temporel de certaines variables sur les prix.

La démarche hédonique présente néanmoins un atout majeur : le fait que l'analyste, loin d'être un observateur extérieur, est en principe un bon connaisseur du marché. Comme les valeurs immobilières se fixent selon les schémas cognitifs des opérateurs locaux, les critères retenus par l'analyste ont toutes les chances d'être pertinents. Il s'ensuit une très grande variété de critères selon les cultures des différents pays, voire des différentes régions. Ainsi, les Etats-Unis, qui sont les grands « producteurs » de formules de prix hédoniques, ont surtout porté l'accent sur les caractéristiques socio-culturelles des quartiers résidentiels. Leurs modèles mobilisent des variables à base communautariste, comme le taux de criminalité du quartier, la composition ethnique, la proportion d'adolescents exclus de l'école ou de familles dépourvues d'automobile, etc. De telles caractéristiques perdent leur pertinence dans beaucoup de pays européens, et plus encore au Japon. Les chercheurs japonais insistent davantage sur l'accessibilité par chemin de fer. La prévalence du rail dans les deux principales agglomérations (Tôkyô et Osaka) a induit une forte hiérarchisation entre les gares (gares terminales du centre et de la banlieue, nœuds de réseaux...), ainsi qu'entre les réseaux ferrés, de sorte que les modèles prennent en compte non seulement la distance pédestre à la gare, mais également l'importance de la gare au sein du réseau (qui détermine en particulier l'accès à des trains express). En outre, certaines lignes sont plus prisées que d'autres, non pas tant pour leur attrait naturel, mais pour le soin que l'opérateur ferroviaire a porté à l'aménagement résidentiel le long de ses réseaux³⁸. Certains modèles hédoniques vont ainsi jusqu'à distinguer les réseaux ferroviaires en fonction de la nature de l'exploitant. Par exemple, les lignes Tokyu ou Odakyu sont réputées desservir les quartiers résidentiels les plus recherchés de la banlieue de Tôkyô. Au sein du réseau Tokyu, on peut même établir une distinction par ligne, comme l'ont fait Suzuki et Ota, la ligne *Den'entoshi* jouissant d'une image très supérieure aux autres (Suzuki et Ota, 1994³⁹). A Hong Kong, la géomancie⁴⁰

³⁸ Ainsi, certaines lignes gérées par les groupes ferroviaires Tôkyû et Ôdakyû sont longées des zones résidentielles parmi les plus chères de Tôkyô. Il en va de même pour les lignes de Hankyû, entre Osaka et Kôbe. Il faut convenir toutefois que les périphéries desservies par ces voies ferrées avaient déjà la faveur des grands seigneurs féodaux avant la modernisation du Japon, du fait de leur topographie vallonnée.

³⁹ Dans leur formule de prix hédoniques, Suzuki et Ota ont introduit des paramètres distinguant la ligne *Denentoshi-sen* des trois autres, du fait de son attrait résidentiel particulier (Suzuki et Ota, 1994, « A Hedonic Analysis of Land Prices and Rents in the Bubble : Kanagawa Prefecture in Japan for 1986-1988 », *The Economic Studies Quarterly*, 45,1.)

⁴⁰ La géomancie est la science qui préside au choix des sites pour les habitations des vivants et des morts, en fonction de l'orientation et du principe *yin-yang*.

semble exercer un rôle important dans la structure du prix, les Chinois de cette région étant réputés superstitieux. Ainsi, un modèle de MPH a montré que certaines adresses (n°3,6,8,9) renchérisaient le prix des maisons, tout comme les « étages portant chance » (*lucky floors*, 8,18 et 28^{ème} étage) dans les tours de logement (Chin Tung Leong, 2002).

Les modèles de MPH, tout comme la théorie de la rente dont ils constituent de lointains dérivés, sont donc avant tout conçus pour des économies fermées. Ils ne s'inscrivent pas dans des processus dynamiques, à la fois temporels et spatiaux. Harvey a beau constater que la finance a remplacé la manufacture, il ne tire pas toutes les leçons de ce changement radical. La théorie de la rente, déjà adaptée avec difficulté aux marchés fonciers urbains des années 1960-1970, se trouve totalement mise en échec par l'exposition de l'immobilier aux turbulences financières à l'échelle de la planète. Il nous faut alors élaborer de nouveaux cadres conceptuels adaptés au processus de « globalisation » des marchés fonciers.

Bibliographie

Alonso, W. (1964), *Location and Land Use*, Cambridge, Harvard University Press.

Aveline, N., (1995), « Le cycle foncier et immobilier à Toulouse de 1981 à 1993 », rapport pour le Pir-villes, mimeo, 58 p.

Aveline, N. (1999), « Formes de la croissance urbaine, filières de production immobilière et prix fonciers à Tôkyô », in Bailly, A., Huriot, J-M., (dir.), *Villes et croissance, théories, modèles et perspectives*, Paris, Anthropos, coll. géographie, 239-258.

Aveline, N. (2003), *La ville et le rail au Japon, l'expansion des groupes ferroviaires privés à Tôkyô et Ôsaka*, Paris, CNRS éditions, coll. Asie orientale.

Aydalot, P. (1985), *Economie régionale et urbaine*, Paris, Economica.

Bailly, A., Huriot, J-M (dir.,1999), *Villes et croissance, théories, modèles, perspectives*, Paris,Anthropos, coll. Géographie.

Béchade A.(1997), *La promotion immobilière*, Paris, PUF QSJ N°1937..

Beckerich, C. (2001), *Bien publics et valeurs immobilières*, Paris, ADEF.

Benchetrit, G., Czamanski, D. (2004), « The gradual abolition of the public leasehold system in Israel and Canberra : what lessons can be learned ? », *Land Use Policy*, n°21, 45-57.

Bonnafoous, A. (1989), *Le siècle des ténèbres de l'économie*, Paris, Economica.

Boyer, R., Saillard, Y. (dir., 2002), *Théorie de la régulation, l'état des savoirs*, Paris, La Découverte.

Burgel, G. (1993), *La ville aujourd'hui*, Paris, Hachette, coll. Pluriel.

Calcoen, F., Cornuel, D. (dir.,1999), *Marchés immobiliers, segmentation et dynamique*, Paris, ADEF.

Campagnac E. (1992, dir.), *Les grands groupes de la construction : de nouveaux acteurs urbains ?* Paris, L'Harmattan.

Carassus, J. (1983), « Logement : prix et production, éléments sur la formation du prix des logements neufs et la production du cadre bâti en France entre 1962 et 1982 », thèse de 3eme cycle, Université de Paris IX-Dauphine.

Chalas, Y., Dubois-Taine, G. (dir., 1997), *La ville émergente*, La Tour d'Aigues, éd. de l'Aube.

Coloos, B., Chaabouni, K. (1996) « Les prix fonciers et les marchés immobiliers », in Pumain, D., Godard, F. (dir.), *Données urbaines 1*, Paris, Anthropos, 199-208.

Coloos, B., Calcoen, F. Driant ; J-C., Filippi, B. (1997, dir.), *Comprendre les marchés du logement*, Paris, l'Harmattan, coll. villes et entreprises.

Colwell, P. F., Dilmore, G. (1999), « Who was first ? An examination of an early hedonic study », *Land Economics*, 75, 4, 620-626.

Comby, J. (dir., 1994), *Évaluer un terrain*, Paris, ADEF.

Comby, J., Renard, V. (1996), *Les politiques foncières*, Paris, PUF; coll. Que sais-je ?.

Cornuel, D. (1997), « Le comportement de l'investisseur immobilier », *Economie 1997*, revue des presses de l'Université de Perpignan, 35-62.

Desmarais, G. (1995), *La morphogénèse de Paris, des origines à la révolution*, Paris, l'Harmattan.

Desmarais, G. (1995), Richtot, G. (2000), *La géographie structurale*, Paris, l'Harmattan.

Derycke, P-H. (1996), « Equilibre spatial urbain », in Derycke, P-H., Huriot, J-M., Pumain, D., (dir.), 1996, *Penser la ville*, Paris, Anthropos, coll. Villes, 53-90.

Dhuis, J-F., (1975), *Les promoteurs*, Paris, Seuil.

Driant, J-C., *Les marchés du logement, savoir et comprendre pour agir*, Paris, ENPC.

Duclos, D. (1973), *Propriété foncière et processus d'urbanisation*, Paris, CSU.

Duranton, G., Thisse, J-F. (1996), « La politique foncière dans une économie spatiale », *Revue économique*, université Catholique de Louvain, 227- 261.

Eanhart, D. (2001), « Combining revealed and stated preferences methods to value environmental amenities at residential locations », *Land Economics*, n°77, vol.1, 12-29.

Faburel, G. Maleyre, I. (2002), « Méthode d'évaluation des impacts immobiliers », *Etudes Foncières*, n°99, 22-28.

Fujita, M. (1989), *Urban Economic Theory. Land Use and City Size*, Cambridge, Cambridge University Press.

Fujita, M. Thisse, J-F. (2003), *Economie des villes et de la localisation*, De Boeck & Larcier.

Garcia, B., Jimenez, E. (1994), « Social agents in land and property development: relating approaches to finding in Mexico », in Jones, G., Ward, P. (dir.) *Methodology for Land and Housing Market Analysis*, Londres, UCL Press, 88-101.

- Galbraith, J.K. (1987), *L'économie en perspective, une histoire critique*, Paris, Seuil.
- Gaubert, P., Tutin, C. (1995), « Ile de France, prix du sol et valeurs immobilières », *Etudes Foncières*, n°67, 31-35.
- Granelle, J-J., (1975), *La valeur du sol urbain et la propriété foncière, le marché des terrains à Paris*, Paris, Mouton.
- Granelle, J-J., Heyman-Doat, A., Jalabert, G., (dir., 1988), ADEF, *Etat des lieux : la recherche sur le foncier*, Paris, ADEF,
- Granelle, J-J., (dir., 1990), *La rente foncière, approches théoriques et empiriques*, Paris, ADEF.
- Granelle, J-J., Vilmin, T. (dir., 1993), *L'articulation du foncier et de l'immobilier*, Paris, ADEF.
- Granelle, J-J. (1998), *L'économie immobilière, analyse et applications*, Paris, Economica.
- Granelle, J-J. (2002), « Les marchés fonciers, causes ou conséquences de la ségrégation urbaine, », *Etudes foncières*, n°99, 8-15.
- Gravejat, A. (1981), « Le prix d'offre des terrains à bâtir et la rente immobilière », thèse de troisième cycle, Université Lyon II.
- Guigou, J-L.(1982), *La rente foncière, les théories et leur évolution depuis 1650*, Paris, Economica.
- Haeringer, P. (2003), « La refondation mégapolitaine de l'Orient Méditerranée à la mer de Chine », en ligne sur le site : www.univ-perp.fr/perspectives/article.php3?id_article=5
- Haila, A. (1990), « The theory of land rent at the crossroads » (1990), *Environment and Planning, D : society and space*, vol.8, 275-296.
- Haila, A. (1991), « Four types of investment in land and property », *International Journal of Urban and Regional Research*, 3, 15, 343-365.
- Hamel, P., Choko, M.H., Dansereau, F (1988), «La spéculation foncière », mimeo, INRS Urbanisation, Université du Québec.
- Harvey, D. (1973), *Social Justice and the City*, Baltimore, John Hopkins University press.
- Harvey, D. (1981), *The Economics of Real Property*, London, Mac Millan.
- Hatta, T., Okawa, T. (1994), « Housing and the journey to work in the Tokyo Metropolitan Area », in Noguchi, Y., Poterba, J. (dir.), *Housing Markets in the United States and Japan*, Chicago, University of Chicago Press, 87-131.
- Hidano, Hanayama (2004), « Can an assessed land price index work in a bubble period ? An assessment with a hedonic land price index for Tokyo's CBDs », in Aveline, N., Li, L-Y. (dir.), *Property Markets and Land Policies in Northeast Asia.- The Case of Five Cities :*

Tokyo, Seoul, Shanghai, Taipei and Hong Kong, Hongkong-Tokyo, Maison Franco-Japonaise / Center for Real Estate and Urban Economics, 83-110.

Huriot, J-M. (1988), « L'espace de production et la rente foncière », in Ponsard, C. (dir.), *Analyse économique spatiale*, Paris, PUF, 23-57.

Jäger, J. (2003), « The urban land rent : a regulationist perspective », *International Journal of Urban and Regional research*, volume 27,2. 233-249.

Johnes, G., Ward, P. (1994), *Methodology for Land and Housing Market Analysis*, Londres, UCL Press.

Kaszynski, M. (1982), « Observation foncière, Division économique et sociale de l'espace », thèse de troisième cycle, université Lille I.

Kaufman J., Nussebaum, M. (1979), « Les effets du PLD sur le marché foncier », *Etudes Foncières*, n° 5, 13-21.

Lacaze, J-P. (1997), « Les prix hédoniques n'expliquent pas les femmes nues sculptées sur les façades des immeubles », *Etudes Foncières*, n°76, 30-31.

Letombe, G. , Longuépée, J., Zuideau, B. (2002), « L'impact de l'environnement sur les valeurs immobilières, quelques applications récentes de la méthode des prix hédoniques », *Etudes Foncières*, n°98, 39-41.

Longuépée, J., Zuideau, B. (2001), « L'impact du coût des inondations sur les valeurs immobilières : une application de la méthode des prix hédoniques à la basse vallée de la Canche », *Les cahiers du GRATICE*, n°21, 143-165.

Lipitez, A.(1974), *Le tribut foncier urbain*, Paris, Maspero.

Maleyre, I. (1997), « L'approche hédonique des marchés immobiliers », *Etudes Foncières*, n°76, 22-29.

Miles, M., Hartzell, D., Guilkey, D., Shears, D. (1991), « A transaction-based real-estate index : is it possible ? », *Journal of Property Research*, 8, 203-217.

Muth, R.F., (1969), *Cities and Housing*, University of Chicago Press.

Nappi-Choulet, I.(1999), *Marketing et stratégie de l'immobilier*, Paris, Dunod.

Özdilck, Ü., Des Rosiers, F. Canonne, J. (2002), « Les déterminants de la valeur du logement, une approche économétrique sur l'Ile de Montréal », *Etudes Foncières*, n°99, 16-21.

Pisani, E. (1977), *Utopie foncière*, Paris, Gallimard.

Plassard, F. (2003), *Transport et territoire*, La Documentation française, Paris.

Pugh, C. (1996), « Methodology, political economy and economics in land studies for developing countries », *Land Use Policy*, vol.13, n°3, 165-179.

- Rebour, T. (2000), *La théorie du rachat : géographie, économie, histoire*, Paris, Publications de la Sorbonne.
- Regnault, H. (1990, « Rente foncière et transformation de valeur des prix », Granelle, J-J. (dir.), *La rente foncière, approches théoriques et empiriques*, Paris, ADEF, 127-155.
- Rosen, S. (1974), « Hedonic prices and implicit markets : product differentiation in pure competition », *Journal of Political Economy*, 82, 34-55.
- Ségaud, M., Bonvalet, C., Brun, J. (dir, 1998), *Logement et habitat, l'état des savoirs*, Paris, La Découverte.
- Storper, M. (2001), « The poverty of radical theory today : from the false promises of Marxism to the Mirage of the Cultural Turn », *International Journal of Urban and Regional Research*, vol. 25, 155-179.
- Suzuki, Ota, (1994), « A hedonic analysis of land prices and rents in the bubble : Kanagawa Prefecture in Japan for 1986-1988 », *The Economic Studies Quarterly*, 45, 1.
- Thomas, J-N. (1980), *La Rente d'urbanisation*, Lyon, Presses Universitaires de Lyon.
- Topalov, C. (1970), *Les promoteurs immobiliers. Contribution à l'analyse de la production capitaliste du logement en France*, CSU, Mouton.
- Topalov, C. (1973), *La promotion immobilière privée en région parisienne*, Paris, CSU.
- Topalov, C. (1987), *Le profit, la rente et la ville. Eléments de théorie*, Paris, Economica.
- Vilmin, T. (1991), «Marché foncier, marché immobilier», *Etudes Foncières*, n°53, 24.
- Vilmin, T. (1999), *L'aménagement urbain en France, une approche systémique*, Paris, CERTU, MELT.
- Vincent, M. (1986), *La formation du prix du logement*, Paris, Economica.
- Zhu, J. (2004), « From land use right to land development right : institutional change in China's urban development », *Urban Studies*, vol.41, n°7, 1249-1267.
- Zoller, H.G. (1988), « L'espace résidentiel et le prix du logement », in Ponsard, C. (dir.), *Analyse économique spatiale*, Paris, PUF, 59-92.

Deuxième partie

Les dynamiques foncières dans un environnement global

Les facteurs qui induisent des égarements répétés dans la démente financière n'ont pas changé, pour l'essentiel, depuis la tulipomanie de 1636-1637. Individus et institutions sont piégés par la merveilleuse satisfaction qu'on trouve à voir grandir sa fortune. Elle leur donne en même temps l'illusion de la puissance intellectuelle, elle-même protégée par le préjugé collectif notoire qui veut que l'intelligence – la sienne et celle des autres – soit proportionnelle à l'argent qu'on possède. La conviction ainsi ancrée produit l'action : on surenchérit, on fait monter les prix – dans le foncier, ou à la Bourse, ou encore comme tout récemment dans l'art.... Et ça continue, jusqu'au jour de la désillusion générale et du krach. Celui-ci – ce devrait être à présent assez clair – n'arrive jamais en douceur. Il s'accompagne toujours d'un effort désespéré et généralement vain pour se dégager.

John Kenneth Galbraith, *Brève histoire de l'euphorie financière*, 1992.

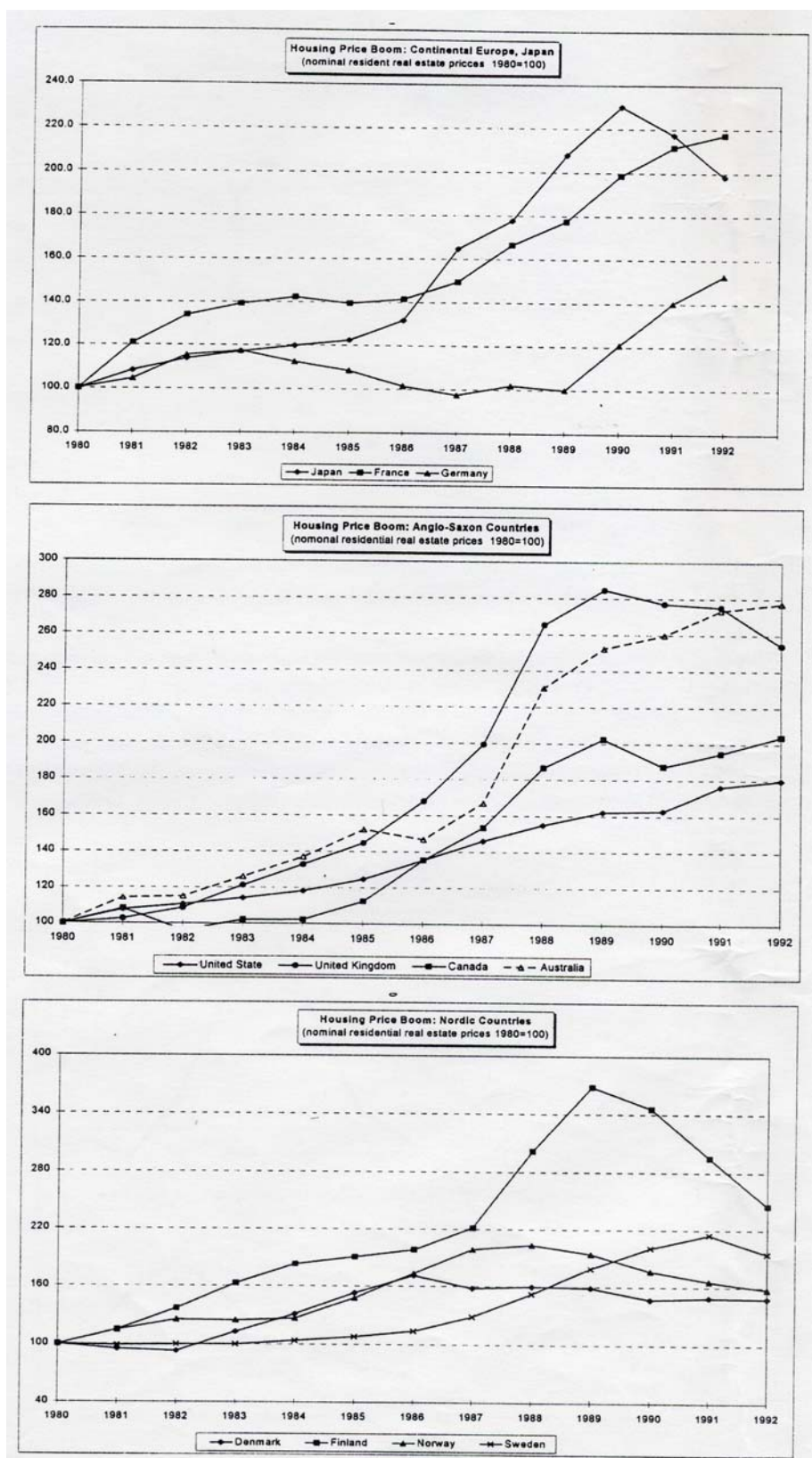
Au cours des deux dernières décennies, l'environnement des marchés fonciers a subi des modifications radicales, qui obligent à reconsidérer en profondeur les théories jusque-là dominantes de la rente foncière ou de l'équilibre néo-classique. À partir de 1980, une vague de mécanismes spéculatifs a frappé les marchés immobiliers sur la majeure partie de la planète, entraînant dans son sillage des crises bancaires. Des mouvements cycliques d'une telle envergure ne sont pas en soi nouveaux: les Etats-Unis, le Japon, l'Australie ou la Grande-Bretagne ont connu plusieurs épisodes de ce type au cours du siècle dernier. Une ville comme Los Angeles avait enregistré, avant les années 1980, deux booms immobiliers en 1901-1916 et en 1916-1931, chacun suivi d'une phase baissière prononcée (Cauley, 1997). De même, Tôkyô a été aux prises avec deux grandes flambées foncières au début des années 1960 et des années 1970. Il n'est pas nouveau non plus que des épisodes spéculatifs sur les marchés immobiliers entraînent de graves crises bancaires. Dès 1886, l'Australie avait essuyé des faillites bancaires spectaculaires, suite à une frénésie d'acquisitions foncières par les colons anglais (Levis, 1996). Mais ces épisodes avaient toujours été cantonnés à des contextes nationaux.

I. Cycles immobiliers et expansion de la finance de marché

I. 1. Concomitance des cycles

Le fait nouveau est la simultanéité de ces cycles immobiliers sur le globe au cours des années 1980-1990. Ces épisodes spéculatifs ont suivi de façon saisissante le calendrier de la déréglementation financière : ils sont apparus aux Etats-Unis au début des années 1980, où ils étaient toutefois limités aux grandes villes de Californie et des Etats du Nord-Est. Puis ils ont gagné, de 1985 à 1990, certaines capitales d'Europe de l'Ouest (Londres, Paris, Stockholm, Helsinki) et des grandes villes d'Asie du Nord-Est (Tôkyô, Osaka, Taipei). Enfin, la flambée foncière a touché le reste de l'Asie dans les années 1990-1997: Hong Kong, Singapour, ainsi que les principaux pays émergents sud-est asiatiques (Thaïlande, Malaisie, Philippines et Indonésie). Depuis 1997, une seconde génération de cycles fonciers s'est enclenchée dans plusieurs pays industrialisés, dont la France.

Graphique 1. Évolution comparée des prix immobiliers de bureau dans les grandes régions du monde



Source : Renaud, 1997

Ces épisodes spéculatifs ont poussé les valeurs foncières et immobilières à des niveaux bien souvent intolérables pour les activités économiques et l'habitat. C'est en Asie que le prix du sol a atteint les plafonds mondiaux : à Tôkyô, le prix du mètre carré de terrain à usage de bureaux atteignait l'équivalent actuel de 54 880 euros en 1990, soit 14 fois les niveaux parisiens, également à leur paroxysme à l'époque. Le prix du mètre carré excédait 100 000 euros dans les quartiers d'affaires. Hong Kong s'est trouvé en seconde position mondiale, avec des pointes excédant 70 000 euros/m² de 1994 à 1998. De tels niveaux sont sans équivalent avec ceux observés sur les marchés les plus spéculatifs d'Europe et des Etats-Unis, à l'exception notable de la Grande-Bretagne.

Ces variations de grande amplitude des valeurs foncières ont été le plus souvent associées à des épisodes de même nature sur les marchés des titres et tout particulièrement des actions. On remarque également que l'amplitude des cycles est proportionnelle à la rapidité de la déréglementation. Ainsi, la Finlande, la Norvège et la Suède, qui sont passées en l'espace de quelques années d'un système très réglementé à une libéralisation totale de leurs activités financières, ont connu une extrême volatilité des prix. A l'inverse, le cycle a été très atténué dans des pays ayant conservé des dispositifs de financement spécifiques au logement, comme le Danemark et l'Allemagne (Renaud, 1995). En Asie, la Corée du Sud a fait également exception en raison de la faible exposition des marchés immobiliers au crédit.

De façon générale, les phases de hausse ont été suivies d'un mouvement baissier, déclenché de façon brutale et le plus souvent suivi d'une débâcle bancaire. Près de trois quarts des Etats membres du Fonds Monétaire International auraient ainsi essuyé une crise bancaire importante, voire une crise systémique, liée au crédit immobilier entre 1980 et 1996 (Renaud, 1998).

Tableau 1. Les cycles dans l'immobilier de bureaux des pays de l'OCDE au cours des années 1987-1991

| Pays | Année du paroxysme | Taux d'augmentation (%) | Taux de baisse (%) | Valeur finale rapportée à la valeur initiale |
|-----------------------|--------------------|-------------------------|--------------------|--|
| Australie | 1988 | 76,4 | -66,2 | 0,60 |
| Canada | 1989 | 28,2 | -41,6 | 0,75 |
| Finlande | 1989 | 51,9 | -46,3 | 0,82 |
| France | 1990 | 78 | -47 | 0,94 |
| Allemagne | 1991 | 136,2 | -45,5 | 1,29 |
| Italie | 1990 | 111 | -52,5 | 1,00 |
| Japon | 1989 | 174 | -50,9 | 1,35 |
| Norvège | 1987 | 62,3 | -56,8 | 0,70 |
| Espagne | 1990 | 209,3 | -71,9 | 0,87 |
| Suède | 1988 | 150,5 | -66,1 | 0,85 |
| Royaume-Uni | 1988 | 65,6 | -67,6 | 0,54 |
| Etats-Unis | 1987 | 24,5 | -44,6 | 0,69 |
| Moyenne | | 97,3 | -54,8 | 0,89 |
| Moyenne sans le Japon | | 90,4 | -55,1 | 0,8 |

Source : Hendelshott, 2003

Le lien avec la globalisation financière est donc évident : celle-ci a internationalisé la finance, et avec elle l'immobilier. Les cycles concomitants des années 1980 peuvent être interprétés comme la première étape d'un processus d'unification du marché immobilier à l'échelle planétaire. Une seconde génération de cycles a déjà émergé, comme en témoigne la vigueur exceptionnelle qu'ont connu récemment les marchés du logement en Europe (Grande-Bretagne, France et Irlande notamment), aux Etats-Unis et dans certains pays de l'Asie-Pacifique (Australie et Thaïlande). À la différence des cycles précédents qui frappaient en priorité l'immobilier de bureaux, la nouvelle génération de mécanismes spéculatifs est observée dans le secteur résidentiel. Elle est loin cependant de présenter une convergence des mécanismes spéculatifs nationaux aussi remarquable que dans les années 1980, ne serait-ce que parce que certains pays, comme le Japon, ne se sont pas encore relevés du cycle précédent.

I.2. Genèse de la globalisation foncière

Il ne sera pas question de retracer ici les origines de la globalisation financière, celle-ci faisant déjà l'objet d'une littérature très abondante. Mais il nous semble nécessaire de revenir sur les événements ayant présidé à l'ouverture internationale des marchés de capitaux, pour prendre la mesure des modifications radicales de l'environnement dans lequel s'effectue désormais l'investissement immobilier. En effet, la globalisation financière n'est pas un phénomène « naturel », un simple prolongement de l'ouverture commerciale que les progrès techniques auraient facilité. Elle consacre un changement de paradigme économique après l'entrée en crise du modèle keynésien sur lequel s'était fondé le capitalisme d'après-guerre.

Avènement d'un nouveau paradigme économique

On peut définir la globalisation financière comme un processus d'interconnection des marchés de capitaux aux niveaux international et national, ayant conduit à l'émergence d'un marché unifié de l'argent à l'échelle planétaire (Plihon, 2003). Elle a pour cause profonde l'explosion de la dette internationale au cours des années 1970. Après le premier choc pétrolier, en 1973, l'épargne surabondante des pays de l'OPEP a été massivement transférée aux pays en voie de développement sous forme de crédit bancaire, selon un processus couramment nommé « recyclage des pétrodollars ». Cette formidable expansion du crédit a stimulé les économies, mais elle a exercé, dans le même temps, une formidable poussée sur les salaires et les prix. L'inflation est alors devenue source majeure d'inquiétude dans les pays industrialisés et tout particulièrement au Royaume-Uni⁴¹ et aux Etats-Unis, où s'étaient accumulés d'énormes déficits budgétaires et commerciaux.

C'est pourquoi la réaction au second choc pétrolier, en 1979, fut aux antipodes de celle de 1973. L'avènement du thatchérisme consacra en effet un changement radical de gestion économique dans le monde anglo-saxon. L'inflation, devenue source de tous les maux, fut imputée au keynésianisme et aux régimes « d'économie mixte », qui prévalaient depuis l'après-guerre et dont l'Amérique du Sud et d'Afrique présentaient les aspects les plus caricaturaux⁴². Selon la nouvelle doctrine néo-libérale, seul le désengagement des Etats au

⁴¹ Pour protéger sa monnaie et éviter la faillite, la Grande-Bretagne avait dû recourir à un prêt du FMI en 1976.

⁴² Yergin et J. Stanislaw (1998) rappellent que l'influence du néo-conservatisme a été plus tardive aux Etats-Unis qu'en Grande-Bretagne. Si la forte inflation de la fin des années 1970 a été maîtrisée par une politique monétaire très restrictive dès 1982 sous le gouvernement Reagan, il a fallu attendre

profit de l'action des marchés pouvait redynamiser des économies croulant sous les dettes et rongées par l'hyperinflation.

Cette nouvelle doctrine tirait ses origines des thèses de l'économiste Autrichien Friedrich Von Hayek, pourfendeur acharné du keynésianisme et fervent adepte du laisser-faire. Hayek avait enseigné dans les années 1950 à l'université de Chicago, où son élève Milton Friedman développa par la suite une école de pensée mettant l'accent sur la lutte contre l'inflation et le strict contrôle de la masse monétaire⁴³ (monétarisme). Les théoriciens de l'école de Chicago, encore très largement inconnus du grand public dans années 1950, s'imposèrent dans les années 1980, accumulant les prix Nobel. Il va sans dire que la faillite du modèle soviétique et l'émergence concomitante d'un nouveau modèle de développement capitaliste en Asie orientale, ont largement contribué à asseoir l'influence de ce courant néo-libéral. L'économie planifiée, tout comme les modes de gestion keynésiens des pays capitalistes qui en étaient inspirés, s'est retrouvée brusquement disqualifiée au profit d'une vision plus positive des mécanismes de l'économie de marché. Un compromis nouveau entre libéralisme et planisme en Asie orientale avait émergé, montrant que d'autres voies du capitalisme pouvaient être porteuses de croissance.

Contre-choc démographique dans les pays industrialisés

L'expansion de la finance de marché est également liée aux profonds changements dans la structure démographique des pays industrialisés. Ces derniers ont connu un *baby boom* dans l'après-guerre, qui a contribué aux fortes dynamiques de croissance observées jusqu'à la fin des années 1970. Aujourd'hui, ils subissent un contre-choc démographique, se traduisant par une baisse de la fécondité, l'arrivée de l'âge de la retraite des *baby-boomers* et l'allongement de la durée de vie. Ce vieillissement de la population a une incidence majeure sur le taux d'accumulation financière, car l'allongement de la période d'inactivité des ménages après la retraite incite ces derniers à accroître leur épargne. Giraud (2001) fait observer que le changement de paradigme économique qui apparaît avec l'avènement au pouvoir de Margaret Thatcher, en 1979, concorde remarquablement avec le cycle de vie de la génération d'après-guerre: lorsque les *baby boomers* étaient emprunteurs, entre 20 et 40 ans, les théories keynésiennes en vigueur leur étaient favorables, la forte inflation réduisant à néant le coût de leur crédit (taux d'intérêt faibles, voire négatifs) ; puis lorsqu'ils sont devenus quadragénaires, ils ont au contraire recherché des taux d'épargne rémunérateurs. L'avènement d'une doctrine néo-libérale résolument hostile à l'inflation est arrivé à point nommé pour préserver leur épargne de l'érosion monétaire.

Montée en puissance des investisseurs institutionnels

La formidable croissance des actifs détenus par les particuliers a entraîné le développement de structures de gestion collective de l'épargne, dont le poids dans l'économie mondiale est devenu considérable. Trois grandes catégories d'investisseurs institutionnels se partagent ce marché en plein essor : les fonds de pension, qui gèrent l'épargne-retraite dans les pays où le

l'avènement de George Bush, en 1989, pour que la politique keynésienne de dépenses soit remise en cause.

⁴³ Bien que l'on suppose généralement une filiation directe entre les thèses d'Hayek et de Friedman, Sapir (2000) insiste au contraire sur leur différence : il note que si Hayek s'est illustré dans sa lutte contre le keynésianisme, sa pensée se rapprochait davantage de celle de Keynes que de celle des monétaristes sur des points essentiels, tels que le rejet de l'équilibre walrasien et la prise en compte de l'incertitude.

financement des retraites est fondé sur un régime de capitalisation ; les fonds mutuels et sociétés d'investissement (SICAV en France) ; les compagnies d'assurances. En 2000, les parts respectives de ces investisseurs à l'échelle mondiale s'élevaient à 30%, 35% et 26%, le reste étant détenu par des fonds spéculatifs (*hedge funds*). L'encours global de leurs actifs s'élevait à 27 000 milliards de dollars, soit une valeur supérieure au PIB consolidé des principaux pays industrialisés. Les cinq pays les plus riches⁴⁴ concentrent 80% de ces actifs, et 50% pour les seuls Etats-Unis (Plihon, 2003).

Alors que l'inflation est bridée par les politiques monétaristes des Etats, l'accumulation de l'épargne financière des ménages dans les pays industrialisés engendre un processus de hausse de valeur des actifs. Ce mécanisme est entretenu par un déséquilibre structurel entre, d'un côté, la forte demande d'actifs financiers de la part des ménages et, de l'autre, une offre de titres insuffisante de la part des Etats qui remboursent leurs dettes et des entreprises qui rachètent leurs propres actions⁴⁵. On peut donc affirmer, avec Orléan, que la macroéconomie financiarisée tend à remplacer l'inflation des prix par l'inflation des actifs (Orléan, 1999).

II. L'immobilier dans un environnement mondialisé

Les actifs immobiliers n'échappent pas à la règle, comme l'attestent les poussées de fièvre spéculative exerçant de façon récurrente leurs effets sur le prix du sol dans les grandes villes. Comment la levée des frontières et l'accroissement de la mobilité des capitaux a-t-elle pu se répercuter sur des actifs physiquement localisés et par définition « immobiliers » ? De fait, le paradoxe n'est apparent. Car sur le marché immobilier s'échangent des *titres* de propriété, tout aussi virtuels que les actions ou les obligations. Ces titres portent néanmoins sur des biens physiques, ancrés dans des territoires et dont la valeur dépend directement de l'usage qui en est fait. La globalisation économique et financière exerce une action simultanée sur les deux facettes de ces actifs : en oeuvrant à la « financiarisation » de l'immobilier, elle rend les valeurs plus réactives aux moindres mouvements d'arbitrage des opérateurs ; en exacerbant la concurrence entre les territoires, elle agit sur les usages et les règles d'occupation de l'espace, qu'elle contribue également à rendre plus instables.

II.1. Financiarisation de l'immobilier

Le terme de « financiarisation » désigne le processus de convergence entre les biens immobiliers et les autres classes d'actifs, sous l'effet de la globalisation financière. La levée des entraves aux mouvements internationaux de capitaux et le décroisement sectoriel au sein des systèmes financiers nationaux ont en effet profondément affecté les marchés immobiliers.

Décroisement à tous niveaux

La levée des frontières a ouvert de nouvelles opportunités de diversification des investissements. Parmi ceux-ci, l'immobilier est apparu comme une composante particulièrement attractive, l'expansion internationale de la finance de marché ayant généré de nouveaux besoins en bureaux et en logements de haut de gamme. Une partie des capitaux

⁴⁴ Il s'agit des Etats-Unis (50%), du Japon (14%), du Royaume-Uni (9%), de la France (5%) et de l'Allemagne (5%). Ces chiffres sont ceux de l'OCDE en 2002, cités par Plihon (2003).

⁴⁵ On note en effet que les entreprises cotées en Bourse préfèrent réduire leur capital en rachetant leurs propres actions plutôt que de lever des fonds sur les marchés boursiers (Plihon, 2003, p.71).

s'est donc orientée vers les pays où le couple rentabilité-risque offrait de meilleures performances qu'au sein des frontières nationales.

Tout aussi important fut l'impact du décloisonnement des activités au sein des systèmes financiers nationaux. La suppression du carcan réglementaire encadrant les activités de crédit a plongé brutalement les institutions financières dans un système pleinement concurrentiel. Des établissements spécialisés de crédit, habitués à leur clientèle captive, ont vu soudain arriver des banques commerciales sur leur « niche ». Ne bénéficiant pas de ressources gratuites comme des comptes de dépôt, ils ont été contraints de se livrer à une surenchère avec leurs concurrents pour conserver leurs parts de marché, souvent au mépris des règles prudentielles.

L'intensification de la concurrence interbancaire s'est en outre inscrite dans un contexte d'érosion de la demande de crédit dans la sphère productive, la déréglementation ayant ouvert l'accès direct aux marchés boursiers et obligataires pour les grandes entreprises. Plutôt que de profiter du décloisonnement en diversifiant leurs produits, les établissements financiers ont préféré délivrer en abondance du crédit immobilier. Une forte demande s'observait en effet dans ce secteur, soutenue par les grandes opérations de restructuration des centres-villes et la valorisation des patrimoines fonciers. De plus, le crédit immobilier offrait des marges supérieures à celles des autres prêts, propriété particulièrement prisée en ces temps difficiles. Partout les encours de crédit immobilier ont donc connu une forte progression, soutenue par la concurrence débridée entre des banques devenues insensibles au risque.

Le rôle du Japon

On ne saurait évoquer l'émergence d'un marché « global » de l'immobilier sans mentionner le rôle majeur des stratégies d'investissement japonaises dans ce processus. Pour en saisir toute l'importance, il convient de revenir sur les grands événements économiques et financiers des décennies 1980-1990.

En 1985, les Etats-Unis obtinrent du G7⁴⁶, lors des accords du Plaza, que les banques centrales interviennent pour mettre fin à la sous-évaluation du yen, jugée responsable du double déficit américain – commercial et financier – à l'égard du Japon. Le cours du yen s'apprécia donc rapidement face au dollar, mais la Banque du Japon relâcha sa politique monétaire (baisse du taux d'escompte, faible contrôle sur les encours de crédit bancaire) pour faciliter les investissements industriels et stimuler la consommation intérieure. Ce double mouvement se traduisit par une combinaison yen fort/taux d'intérêts faibles, véritable cocktail explosif dans le contexte d'ouverture des frontières aux capitaux. Les entreprises et investisseurs institutionnels japonais se mirent alors à emprunter à bas taux auprès de leurs banques en nantissant les emprunts sur la valeur de patrimoine immobilier en hausse pour investir à l'étranger. Ces placements prirent la forme d'investissements de portefeuille – en bons du Trésor américains notamment –, mais ils furent dépassés, en 1989, par les investissements directs (IDE). Un des grands facteurs d'expansion de ces derniers fut la progression spectaculaire des IDE immobiliers, passés de 10,155 à 67,540 milliards de dollars entre 1984 et 1989. Leur proportion au sein des IDE, de 4,2% seulement en 1984, avait atteint 20,9% en 1989 (Farrell, 2000).

⁴⁶ Groupe des principaux pays démocratiques: à l'époque, Etats-Unis, Canada, Italie, Allemagne, France, Royaume-Uni et Japon.

Les Etats-Unis furent de loin la principale terre d'accueil de ces investissements. Au cours de la période 1984-1989, ils absorbèrent 70% des IDE immobiliers nippons. Les capitaux japonais prirent pour cible New York et Los Angeles, s'emparant des immeubles les plus en vue du pays. On se souvient de l'émotion suscitée par le rachat des icônes de la culture américaine: le Rockefeller Center à New York (acquis par l'Immobiliere Mitsui en 1986) et les mythiques studios de la Columbia Picture à Los Angeles (conquis en 1989 par Sony). Grâce aux conditions avantageuses du change et du crédit, un immeuble coûtait, aux Etats-Unis, le dixième de la valeur d'une construction équivalente au Japon. Les investisseurs japonais achetaient donc les yeux fermés, sans prendre conscience qu'ils payaient une « prime » pour leur méconnaissance des marchés locaux.⁴⁷ À la fin des années 1980, ils contrôlaient, selon certaines estimations, 40% des propriétés commerciales du centre d'affaires de Los Angeles et un tiers de celles de Washington DC (Edgington, 1995). Les capitaux nippons se dirigèrent également vers les grands sites balnéaires des Etats-Unis, et tout particulièrement Hawaii. La Golden Cost australienne, autre lieu de prédilection du tourisme balnéaire japonais, attira également une part non négligeable des IDE, de 10% de 1984 à 1989.

En Europe, les deux grandes têtes de pont pour la diffusion des produits japonais au sein du marché unique européen, le Royaume-Uni et les Pays-Bas, obtinrent également la faveur des acquisitions immobilières japonaises. Mais la France ne fut pas en reste. Paris offrait de bons rendements dans l'immobilier de bureaux grâce à des prix immobiliers inférieurs à ceux de Londres. En outre, la capitale française jouissait d'une position géographique privilégiée dans une Europe en cours d'unification. Des opérateurs immobiliers nippons se lancèrent dans l'acquisition « d'immeubles paquebots » dans les quartiers hausmanniens, à des prix supérieurs à 65 000 F au mètre carré (10 000 €/m² ⁴⁸). Très vite, les investisseurs institutionnels locaux leur emboîtèrent le pas, visant les plus-values au détriment des rendements (Nappi-Choulet, 1997). Il ne fallut pas longtemps pour que la flambée immobilière gagne l'ensemble des quartiers d'affaires parisiens. Et pourtant, ces acquisitions ne représentaient que 1,4% des IDE immobiliers nippons à l'étranger !

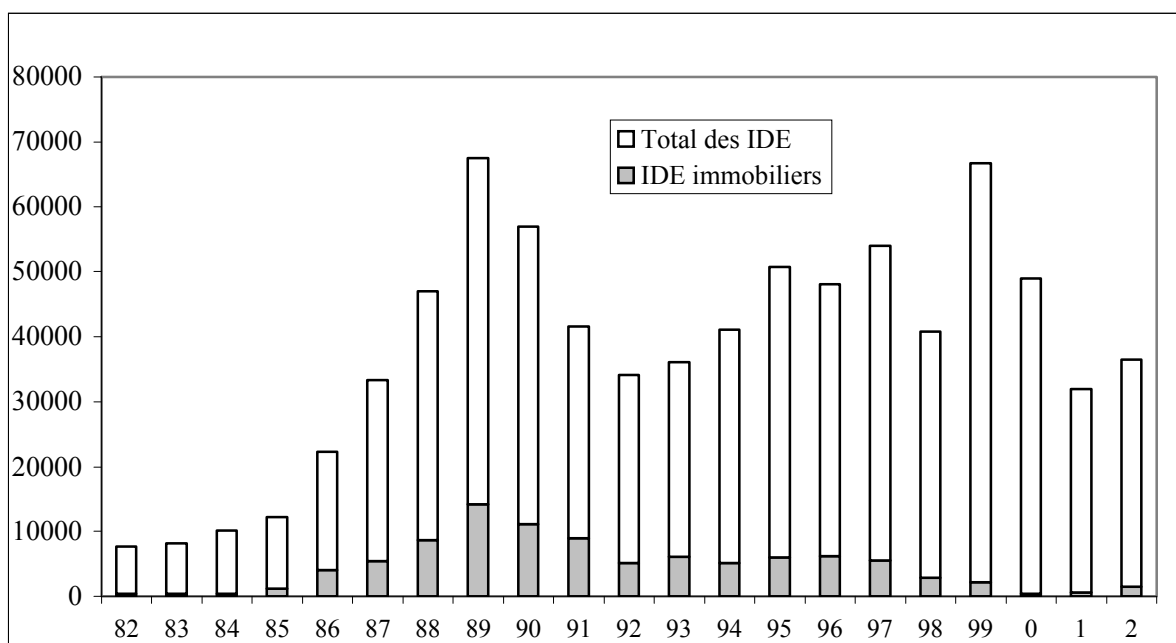
L'Asie fut globalement épargnée des appétits immobiliers nippons, en raison de la fermeture de la plupart des pays aux investissements étrangers dans ce secteur. Seules les villes de Hong Kong et Singapour, aux économies traditionnellement ouvertes, accueillirent des IDE immobiliers japonais. Toutefois, leur proportion demeura faible : respectivement 3,7 et 1,6% du total.

L'expansion internationale des IDE immobiliers japonais dans le monde n'empêcha pas les investisseurs nippons de s'intéresser à leur marchés domestiques, loin s'en faut. Ils poursuivirent plus que jamais leurs acquisitions foncières sur le territoire national, et ce malgré les niveaux ridicules des taux de rendement immobiliers, tombés à moins de 1% dans les quartiers d'affaires de Tôkyô. La dégradation de la rentabilité était en effet largement compensée par la progression spectaculaire des valeurs foncières, qui permettait aux opérateurs d'emprunter toujours davantage pour financer de nouvelles acquisitions.

⁴⁷ Il était fréquent que le prix de vente d'un immeuble soit majoré de 10 à 35% pour les investisseurs japonais, car ceux-ci n'avaient pas une bonne connaissance des valeurs pratiquées sur les marchés ni du fonctionnement des acteurs (Edgington, 1995).

⁴⁸Notamment l'ancien immeuble de la Shell, rue de Berry, vendu 75 000 F/ m² à Kowa Real Estate.

Graphique 2. Évolution des IDE immobiliers japonais de 1982 à 2002
(en millions de \$US)



Source : Mitsui Fudôsan Kanren Tôkeishû 2003

Tableau 2. Répartition géographique des IDE immobiliers japonais
(en millions de US\$)

| Principaux pays d'accueil | 1981-1989 | % par pays | 1991 | % par pays | 1994 | % par pays | 2002 | % par pays |
|---------------------------|-----------|------------|-------|------------|-------|------------|-------|------------|
| Etats-Unis ^a | 24,160 | 69 | 5,512 | 60 | 4,415 | 81 | 195 | 14 |
| Australie | 3,502 | 10 | 1,282 | 14 | 151 | 3 | 1,035 | 74 |
| Royaume Uni | 1,695 | 5 | 830 | 9 | 90 | 2 | 171 | 12 |
| Pays-Bas | 1,200 | 3 | 324 | 4 | 61 | 1 | - | - |
| Hong Kong | 1,278 | 4 | 60 | 1 | 57 | 1 | 7 | - |
| France | 487 | 1 | 161 | 2 | 97 | 2 | - | - |
| Singapour | 553 | 2 | 85 | 1 | 236 | 4 | - | - |
| Canada | 477 | 1 | 107 | 1 | 12 | - | - | - |
| Monde | 34,742 | 100 | 9,125 | 100 | 5,447 | 100 | 1,373 | 100 |

a. Dont des investissements conséquents à Hawaïi et à Guam.

Source: Mitsui Fudôsan Kanren Tôkeishû 2003

Après quatre années d'euphorie spéculative, de 1985 à 1989, l'indice Nikkei avait été multiplié par trois, tout comme les prix des terrains qui s'échangeaient à plus de 16 millions de yens/m² (124 300 €/m²) dans les quartiers d'affaires du centre de Tôkyô. L'inflation foncière, qui avait jusque-là flatté l'orgueil national, était devenu un véritable fléau. Elle entamait la cohésion nationale par la dégradation des conditions de logement et entravait l'implantation d'activités économiques dans les grandes villes. Plus grave encore, le gonflement de la masse monétaire menaçait de provoquer une résurgence de l'inflation. Les autorités décidèrent alors de resserrer le crédit pour mettre fin au mécanisme spéculatif. Le taux d'escompte fut relevé de 2,5 à 6% en 15 mois, ce qui eut pour effet de provoquer un krach boursier. L'indice Nikkei s'effondra, passant de 38 915 à 14 485 points entre 1989 et 1994. Le relèvement des taux d'intérêt précipita également la crise immobilière en gestation,

annoncée par les signes avant-coureurs d'une surproduction de bureaux et de logements collectifs. Pris en tenaille entre des taux en hausse et un marché en chute libre, de nombreux petits opérateurs firent faillite. Les entreprises ayant investi à l'étranger durent rapatrier leurs capitaux pour couvrir leurs pertes sur les marchés domestiques. Leurs biens furent revendus « à la casse », au risque d'étendre la crise aux marchés locaux. L'effet du retournement fut particulièrement sensible dans les grandes zones balnéaires nipponnes de l'Asie Pacifique : Guam et les côtes australiennes (Wood, 1994). À partir de 1991, les prix fonciers officiels connurent à leur tour une chute vertigineuse dans les quartiers d'affaires centraux de Tôkyô où leur décote atteignait 70%. Le krach simultané des marchés boursiers et fonciers avait causé une destruction de richesse d'une ampleur sans égale : au total, quelque 840 000 milliards de yens (6525 milliards €), soit une année et demie de PIB, s'étaient volatilisés entre 1990 et 1996.

La phase baissière du cycle foncier au Japon présente une remarquable coïncidence avec l'essor des marchés immobiliers dans les pays émergents d'Asie. Cela est loin d'être le fruit du hasard. Le Japon joua à nouveau un rôle éminent dans l'éclosion des cycles fonciers à l'étranger au début des années 1990, mais cette fois-ci en Asie. Ce rôle fut toutefois indirect : les transferts de capitaux ne prirent plus la forme d'IDE, mais de prêts aux banques asiatiques. Entre 1991 et 1995, la banque du Japon abaissa le taux d'escompte à un niveau historiquement bas (0,5%) pour aider les banques nipponnes à reconstituer leurs marges. Celles-ci se mirent alors à prêter massivement aux banques des pays émergents d'Asie, dont les taux élevés sur les marchés locaux offraient de très confortables différentiels (10% en Thaïlande, 15% en Indonésie). De 1994 à 1996, l'encours de prêts japonais en Asie passa de 40 à 265 milliards de dollars. Les banques nipponnes devinrent les principaux créditeurs de la région, comptant pour 30% de l'ensemble des prêts internationaux, un niveau six fois plus élevé que celui de leurs homologues américaines (Amyx, 2000). La sphère productive ne pouvait cependant absorber un flux aussi massif de capitaux, qui pouvait atteindre la moitié du PIB d'un pays comme la Thaïlande. Une partie des fonds se tournèrent donc vers l'immobilier, dont la demande était soutenue par de grands programmes de restructuration urbaines. Comme on le sait, c'est en Thaïlande que les fortes turbulences dans le secteur immobilier à Bangkok furent à l'origine de la crise systémique de 1997.

Werner a montré à l'aide d'un modèle économétrique, portant sur la période 1976-1991, que le volume de capitaux long terme⁴⁹ exportés par le Japon montrait une étroite corrélation avec l'amplitude du cycle foncier sur l'archipel. Le Japon aurait ainsi exporté sa « bulle foncière » à l'étranger, grâce aux formidables capacités d'emprunts offerts par le gonflement des prix des terrains (Werner, 1994). Si l'on restreint l'analyse aux effets du cycle foncier nippon sur les marchés immobiliers des pays récipiendaires, il est clair que l'impact a eu lieu en deux temps : la phase haussière du cycle (1985-1990) a provoqué l'expansion des IDE immobiliers, avec une forte concentration aux Etats-Unis ; au cours de la phase de déclin, les capitaux nippons ont financé indirectement l'investissement immobilier dans les pays émergents d'Asie, via les banques locales. De la sorte, les capitaux japonais ont contribué à l'émergence de cycles fonciers sur rien moins que quatre continents en l'espace d'une décennie : Amérique du Nord, Europe, Océanie de 1985 à 1991, puis Asie de 1991 à 1997.

⁴⁹ Werner a retenu les investissements directs et indirects dans son modèle, considérant qu'ils étaient totalement substituables.

Accroissement de la liquidité par la titrisation

Dans ce grand marché financier en cours d'unification, il est essentiel, pour minimiser les risques, d'augmenter le volume des titres et d'en faciliter leur négociabilité. C'est pourquoi les transformations de la sphère financière, au cours de ces dernières décennies, ont toutes eu pour but d'accroître la liquidité. La durée moyenne de détention des actions américaines est ainsi passée de 7 ans à 9 mois depuis 1960, voire 7 mois pour les fonds de pension (Orléan, 1999, p.44). Qu'en est-il pour les actifs immobiliers, réputés peu liquides ? Il est vrai que les transactions immobilières ne s'effectuent pas instantanément comme à la Bourse ou sur les marchés obligataires. En outre, la quête d'objet de placement sur ces marchés s'effectue de façon séquentielle, nécessitant le plus souvent le recours au service de professionnels (agences immobilières locales), en raison de la faible qualité et du caractère décentralisé de l'information. Cela renchérit le coût des transactions, le coût d'intermédiation commercial se cumulant avec d'autres frais (droits de mutation, droits d'enregistrement, émoluments du notaire...) susceptibles d'excéder 15% du prix de vente. La taille de l'investissement immobilier, enfin, constitue également un obstacle en soi, car il contraint l'acquéreur à recourir au crédit. Pourtant, ces marchés ont connu eux aussi un accroissement considérable de leur liquidité, sous la forme de ce qu'il est convenu d'appeler la « titrisation immobilière ».

La titrisation consiste à fractionner la propriété d'immeubles ou de créances hypothécaires en parts accessibles à des petits investisseurs, par le biais de fonds d'investissements. Les plus importants sont les fonds américains nommés REITs (Real Estate Investment Trusts). D'un nombre supérieur à 300 sur le territoire américain, dont 173 cotés en bourse⁵⁰, ils ont pour principal objet l'acquisition et la gestion de biens immobiliers de tous types (immobilier résidentiel et d'entreprise, surfaces commerciales, équipements médicaux et touristiques⁵¹...). Ils sont exonérés de l'impôt sur le revenu s'ils redistribuent 90% de leurs revenus locatifs sous forme de dividendes⁵². Lancés dans les années 1960, les REITs ont longtemps été restreints aux investisseurs institutionnels. Ils n'ont pris leur essor qu'à partir du début des années 1990, en s'ouvrant aux particuliers et aux sociétés d'investissement. De décembre 1990 à juin 2004, leur capitalisation a bondi de 17,4 à 239 milliards de dollars. La valeur totale de leur patrimoine était estimée à 375 milliards de dollars début 2004⁵³.

Dans les pays européens ayant également adopté des systèmes de retraite par capitalisation, le développement de puissants fonds de pension a présidé au lancement de structures de placement immobilier d'envergure, équivalant aux REITs. Un engouement pour la titrisation immobilière s'observe également en Asie, des REITs ayant été lancés récemment en Thaïlande, en Corée du Sud et au Japon. La Chine envisage aussi d'y recourir pour financer

⁵⁰ La plupart des REITs cotés en Bourse sont constitués d'actions échangeables sur les principales places financières américaines. Ils constituent désormais un compartiment significatif à la Bourse américaine, inclus depuis 2001 dans l'indice boursier S&P500 de Standard et Poor's.

⁵¹ Certains REITs pratiquent également la titrisation d'hypothèques (Mortgage REITs ou Hybrid REITs), pour l'attribution de crédit immobilier ou le rachat créances hypothécaires. Mais les hypothèques titrisées ne constituent que 6% de la capitalisation totale des REITs cotés en bourse. Pour ce qui concerne les REITs d'investissement immobilier, 27% de leur capitalisation concerne l'immobilier d'entreprise, 26% des surfaces commerciales, 15% des immeubles résidentiels (NAREIT, 1^{er} juin 2004).

⁵² Le nombre de leurs actionnaires est fixé à un minimum de 100.

⁵³ Ce chiffre ne concerne que les 173 REITs cotés en Bourse (NAREIT, juin 2004).

une partie des 12 milliards de mètres carrés de logements devant être construits sur son sol au cours des 20 prochaines années⁵⁴.

En France, ce que l'on nomme la « pierre papier » est d'une envergure plus modeste. Elle est représentée par les SIIC (Sociétés d'Investissement Immobilier Cotées) et les SCPI (Sociétés Civiles de Placement Immobilier). Les premières sont cotées en bourse et drainent surtout des fonds institutionnels, pour l'acquisition et la gestion locatives d'immeubles (immobilier résidentiel, d'entreprise et hôtellerie). Leur capitalisation boursière est encore faible (12,5 milliards d'euros, soit seulement 1% de la capitalisation boursière de Paris), mais elles ont obtenu en 2003 un régime fiscal dérogatoire qui devraient stimuler leur développement⁵⁵. Les secondes, non cotées et le plus souvent gérées par des filiales de banques, collectent l'épargne des particuliers pour la gestion locative mais aussi pour l'acquisition-revente de biens à réhabiliter⁵⁶. Près de 90% de leur capitalisation totale (estimée en 2004 à 11 milliards d'euros) est détenue par des SCPI assurant la gestion locative d'immeubles d'entreprise (bureaux, commerces, entrepôts⁵⁷). Les autres SCPI interviennent dans l'immobilier résidentiel pour faire profiter à leurs actionnaires des réductions d'impôt prévues par les dispositifs de soutien à l'investissement locatif (Méhaignerie, Robien, Besson, Périssol), d'où leur appellation de « SCI fiscales »⁵⁸.

L'intérêt croissant pour l'immobilier titrisé s'explique par les nombreux avantages que celui-ci procure aux investisseurs. Il offre aux particuliers l'accès au marché immobilier avec une mise de fonds réduite⁵⁹. Le coût global de l'investissement est abaissé par les économies d'échelle et les capacités de négociation des gestionnaires de fonds. De même, le risque du placement se trouve minimisé par la mutualisation des risques d'impayés et de dépréciation, la sécurité dans la perception du revenu et la gestion confiée à des professionnels.

On attribue également à l'immobilier la vertu d'apporter une protection contre l'inflation, contrairement aux autres classes d'actifs. En effet, les revenus locatifs suivent le mouvement général de hausse des prix quand la demande d'espace est forte ; en outre, la progression des valeurs immobilières au fil du temps apporte une garantie contre l'érosion monétaire. Cela est plus vrai encore quand l'acquisition immobilière implique du crédit : comme les créances bancaires se déterminent selon la valeur nominale à la date d'octroi du prêt, la progression future des loyers est capitalisée au bénéfice exclusif de l'investisseur. Le caractère anti-inflationniste de l'investissement immobilier est cependant remis en cause en cas de

⁵⁴ FIABCI Press, n°106, juin 2004.

⁵⁵ Depuis 2003, les SIIC ne sont plus soumises à l'impôt sur les sociétés, à condition de distribuer leurs bénéfices provenant des opérations de location des immeubles à hauteur de 85% ; les bénéfices sont alors imposés au niveau de l'actionnaire. Par ailleurs, les SIIC sont exonérées des plus-values de cession d'actifs au titre de l'impôt sur les sociétés si ceux-ci sont réinvestis dans l'immobilier. Cette réforme devrait rendre ces titres plus attractifs pour les petits investisseurs. On estime que la capitalisation boursière des SIIC pourrait doubler, voire tripler au cours des prochaines années.

⁵⁶ Les SCPI ne sont pas soumises à l'impôt sur les sociétés. Les revenus locatifs et les plus-values sont imposés auprès des actionnaires, selon le régime fiscal des particuliers.

⁵⁷ On recensait 93 SCPI de ce type en février 2005.

⁵⁸ Entre 1987 et 1997 ont été constituées une soixantaine de SCPI Méhaignerie, dont l'actif devait comporter au moins 75% de logements. En février 2005, on en recensait encore 28. Les dispositifs Périssol et Besson n'ont donné lieu qu'à la création, par les AGF, d'une seule SCPI de chaque type. Quant au dispositif Robien, il a généré 5 SCPI depuis 2003.

⁵⁹ Dans le cas des SCPI en France, la mise initiale est de 7500 à 10 000 euros.

persistance d'un taux de vacance élevé, susceptible de bloquer durablement la progression des loyers, voire d'en diminuer le montant⁶⁰.

Pour les investisseurs institutionnels, la titrisation immobilière apporte aussi de nouvelles opportunités de diversification. Plusieurs travaux ont montré que les portefeuilles mixtes (comportant plusieurs classes d'actifs) étaient plus performants que les autres, à l'échelle nationale et internationale (Hoesli et MacGregor, 2000). Les titres immobiliers présentent en outre une bien moindre volatilité que les actions⁶¹, tout en offrant des rendements substantiels.

Enfin, la titrisation contribue à lever deux grands obstacles inhérents à l'investissement immobilier : la rugosité des marchés et les contraintes du crédit. L'augmentation de la liquidité dans l'immobilier doit en principe faciliter les ajustements entre l'offre et la demande d'espace. Ces flux de capitaux apportent un substitut au crédit bancaire traditionnel, qui permet de « lisser » l'approvisionnement financier du secteur immobilier.

Toutefois, en dépit de sa volatilité modérée et de ses rendements attractifs, l'immobilier titrisé reste peu attrayant pour les gestionnaires de fonds de placement, qui lui préfèrent les titres financiers. Les REITs n'occupent en effet qu'une infime part de la capitalisation boursière mondiale, inférieure à 2% (2002⁶²). Les fonds de pension, en particulier, sont peu engagés : parmi les 401 fonds américains, seuls 8% ont diversifié leur portefeuille en direction des REITs⁶³. En 2004 s'est toutefois observée une progression de l'immobilier titrisé, aux Etats-Unis mais aussi en Asie où son potentiel est le plus fort.

Graphique 3. Le développement des REITs dans le monde



Source : Global Property Research

⁶⁰C'est pourquoi plusieurs auteurs remettent en cause le caractère anti-inflationniste de l'immobilier dans des contextes de marché à fort taux de vacance.

⁶¹ En 2004, la volatilité de l'indice GPR General Real Estate était de 12,8%, contre 20,5% pour l'indice MSCI Europe.

⁶² Environ 350 milliards de dollars sur un montant total de 26 877 milliards de dollars en 2002.

⁶³ Yougou Liang, « A brief story of REITs », 7^{ème} forum international sur les politiques foncières, Nomura Research Institute, 31 octobre 2000.

Les fortes baisses enregistrées sur le compartiment immobilier de la Bourse aux Etats-Unis, dans les années 1990, ont montré par ailleurs que cette classe d'actifs pouvait connaître de sérieux revers. L'articulation entre des marchés aux logiques aussi éloignées que ceux de la finance et de l'immobilier ne va pas de soi : le capital investi dans l'immobilier s'amortit sur une période d'au moins trente ans, tandis que les placements sur les marchés de capitaux s'effectuent sur un horizon beaucoup plus court ; la transformation des immeubles en actifs financiers circulant sur un second marché peut par conséquent induire une disjonction temporelle sur l'horizon long du cycle immobilier et entraîner sur le marché des titres des dynamiques de prix qui s'éloignent de la valeur des actifs sous-jacents. Un autre facteur de distorsion potentielle est l'effet anti-inflationniste du crédit qui, se cumulant aux effets des dispositifs fiscaux, tend à soutenir artificiellement la valeur des titres, au-delà des montants échangés réellement sur les marchés.

**Tableau 3. Composition de l'indice EPRA/NARET par pays
(classé par niveau de capitalisation au premier avril 2002)**

| | Nombre de sociétés | capitalisation | Pourcentage au niveau régional | Pourcentage au niveau global |
|-------------------------|--------------------|----------------|--------------------------------|------------------------------|
| Monde | 238 | 288 804 | | |
| Amérique du Nord | 113 | 157 970 | 100,00 | 54,70 |
| Etats-Unis | 106 | 149 771 | 94,81 | 51,86 |
| Canada | 7 | 8 199 | 5,19 | 2,84 |
| Asie | 51 | 75,374 | 100 | 26,10 |
| Hong Kong | 13 | 28 607 | 37,95 | 9,91 |
| Australie | 26 | 27 367 | 36,31 | 9,48 |
| Japon | 8 | 17 718 | 23,51 | 6,13 |
| Singapour | 4 | 1 682 | 2,23 | 0,58 |
| Europe | 74 | 55 460 | 100,00 | 19,20 |
| Royaume-Uni | 34 | 30 265 | 54,57 | 10,48 |
| Pays-Bas | 9 | 8 645 | 15,59 | 2,99 |
| France | 6 | 5 559 | 10,02 | 1,92 |
| Suède | 10 | 4 309 | 7,77 | 1,49 |
| Espagne | 3 | 1 954 | 3,52 | 0,68 |
| Belgique | 2 | 937 | 1,69 | 0,32 |
| Allemagne | 2 | 748 | 1,35 | 0,26 |
| Irlande | 1 | 691 | 1,25 | 0,24 |
| Suisse | 2 | 673 | 1,21 | 0,23 |
| Italie | 2 | 615 | 1,11 | 0,21 |
| Autriche | 1 | 599 | 1,08 | 0,21 |
| Finlande | 1 | 246 | 0,44 | 0,09 |
| Danemark | 1 | 218 | 0,39 | 0,08 |

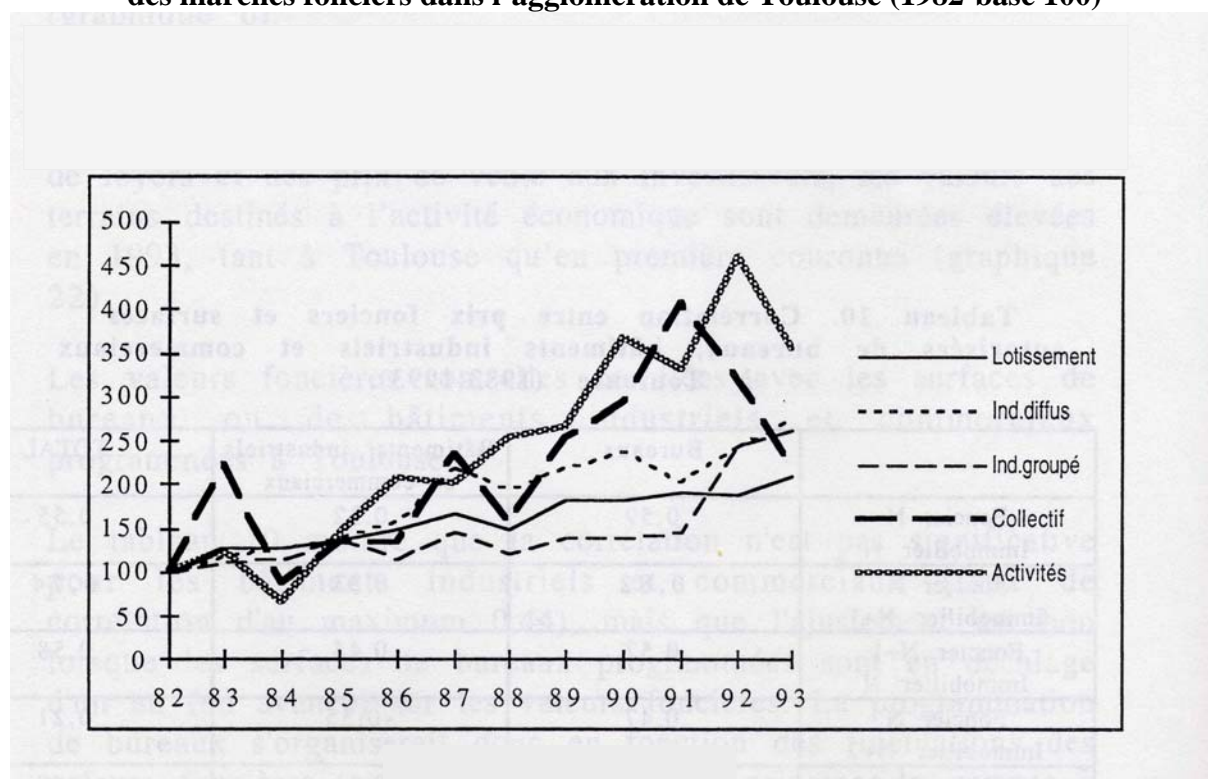
Source : Bond, Karoly and Sanders, 2004

Nous avons pu observer de près les effets déstabilisateurs de la titrisation immobilière dans un marché étroit comme celui de l'agglomération toulousaine. Au début des années 1980, Toulouse était en proie à une sévère pénurie de bureaux et de logements pour étudiants⁶⁴. Des structures de collecte d'épargne à réseau national se mobilisèrent alors pour drainer l'épargne privée vers ces créneaux porteurs, via des SCPI d'entreprises ou des « SCPI fiscales ». Il en résulta un choc d'offre en liquidités sur ces « niches » étroites, entraînant une flambée des

⁶⁴ L'agglomération toulousaine accueille un étudiant sur six habitants (environ 100 000 étudiants sur 600 000 habitants), soit un taux record au niveau national

terrains à usage de bureau et des parcelles destinées à la construction de petits logements collectifs. Dans le même temps, les marchés fonciers des périphéries urbaines, destinés pour l'essentiel à la construction de maisons individuelles pour des propriétaires-occupants, avaient témoigné en revanche d'une forte stabilité (graphique 4). La flambée des valeurs foncières dans les secteurs du bureau et du logement collectif ne découragea pas la programmation de nouvelles opérations. Bien au contraire : avec la libéralisation massive des règles de construction des lotissements⁶⁵ et le « bouclage » de la rocade, l'investissement locatif se concentra dans les anciens quartiers pavillonnaires de la première couronne, à proximité des nouvelles infrastructures routières. Sans surprise, cette frénésie constructive se solda par une suproduction de logements F1-F2, ainsi que de bureaux, avec pour conséquence une baisse des rendements locatifs et des valeurs immobilières sur ces segments du marché (Aveline, 1995b).

Graphique 4. Évolution des divers segments des marchés fonciers dans l'agglomération de Toulouse (1982-base 100)



Source : Aveline 1995b, d'après les données de l'AUT

La gestion par des professionnels ne prémunit donc pas l'investisseur des risques inhérents à une activité fortement exposée à la conjoncture économique et aux arbitrages entre produits d'investissements. En outre, les modes de gestion d'un groupe restreint de gestionnaires, en contact fréquent les uns avec les autres, peuvent se traduire par un mimétisme accru sur le marché. Cette crainte semble d'autant plus fondée qu'une nouvelle technique de gestion, le

⁶⁵ Par la loi du 26 décembre, plus d'un millier de lotissements péricentraux de Toulouse ont été intégrés au POS. Cette « banalisation » de la réglementation en vigueur dans ces lotissements a permis la construction de petits immeubles en lieu et place des traditionnelles « toulousaines ». Selon certaines estimations, 56% des permis de construire ont porté sur ces secteurs pavillonnaires anciens entre 1989 et 1991 (Capian, A., Daynac, M., « La politique de non-densification urbaine et ses effets : l'exemple de Toulouse », mimeo, juin 1992, p.28).

benchmarking, connaît actuellement une forte progression. Le *benchmarking* se distingue de l'approche précédente de « gestion par objectif », qui fixait par avance les résultats à atteindre ; son principe est de comparer les performances d'un gestionnaire par rapport à un groupe de référence dont les résultats sont jugés effectifs. Quand la gestion est déléguée à un mandataire, le *benchmarking* est généralement accompagné d'une rémunération supplémentaire si le mandant obtient des résultats plus élevés que ceux du groupe de référence. Pour l'heure, ce mode de gestion n'est pas encore très développé dans l'immobilier, du fait de la faible couverture de ces marchés et des difficultés d'estimation des valeurs des biens⁶⁶. Certains le considèrent comme un bon outil d'aide à la décision pour les gestionnaires, qui peuvent ainsi mener, en meilleure connaissance de cause, leurs politiques d'entretien et de rénovation des immeubles, déterminer ou adapter le montant des loyers en fonction de références sur le marché (Benfer, Hoesli, 2002).

Il est permis de penser, néanmoins, que la généralisation du *benchmarking* dans l'immobilier accentuera les comportements mimétiques, puisque les gestionnaires seront tentés de s'imiter les uns les autres en prenant pour modèle ceux qui ont obtenu les meilleures performances. On peut prévoir également qu'elle aura pour conséquence d'accroître l'étroitesse du marché titrisé. Les fonds de placement ont en effet des stratégies d'investissement très conventionnelles. Ils prennent pour cible des propriétés de grande taille, pour réduire le coût unitaire de gestion, et privilégient les sites où se concentre la demande la plus solvable. C'est pourquoi ils s'orientent vers les plus grandes agglomérations. Leur choix se porte sur des segments les plus prestigieux : grandes artères commerciales et centres d'affaires pour l'immobilier d'entreprise, quartiers « bourgeois » traditionnels pour l'immobilier résidentiel. Ces stratégies ne sont d'ailleurs pas forcément rationnelles, car les investisseurs peuvent être guidés par leur méconnaissance des agglomérations secondaires (Guy, Hennebery, Rowley, 2002). Mais le développement du *benchmarking*, en interdisant de s'écarter de la référence moyenne, pourrait accroître la concentration des investissements sur des « niches » de prestige. Les conséquences en seraient doubles : ces sources de financement alternatives au crédit profiteraient peu aux autres segments de marché et s'exposeraient plus au risque, en raison de l'étroitesse du marché et du mimétisme des opérateurs.

Les facteurs du développement de la titrisation

Si l'on ne dispose pas d'un recul suffisant pour mesurer l'ensemble des effets complexes, parfois contradictoires, de la titrisation sur les marchés immobiliers, une chose est certaine : ce processus irréversible est appelé à se poursuivre, voir à se renforcer sous l'influence de deux grands facteurs : l'externalisation des patrimoines immobiliers des entreprises et la standardisation de l'information.

Selon certaines estimations, les patrimoines immobiliers totalisent plus du quart des actifs des entreprises et leur gestion constitue le second poste de dépenses, après celui des salaires (Gehrke, Nappi, 2001). Les exigences croissantes de profit exigées par la nouvelle « gouvernance » poussent les entreprises à se dessaisir de ces actifs. Deux principaux objectifs sont visés : se désendetter pour améliorer les ratios financiers et dégager de la trésorerie pour développer le cœur de métier. Ce mouvement est facilité par le développement

⁶⁶ La Suisse semble néanmoins faire exception. Ce pays présente en effet la caractéristique de compter une très grande proportion de ménages locataires, résidant dans des immeubles pour l'essentiel détenus par des investisseurs institutionnels. Il s'est doté d'un *benchmark* immobilier (CIFI) qui couvrait en 2001 plus de 55% des immeubles détenus par les caisses de retraite et les compagnies d'assurances du pays (Bender, Hoesli, 2002).

des sociétés de placements immobiliers, encouragé par les Etats au moyen des dispositifs fiscaux (cas des SIIC en France⁶⁷). Aux Etats-Unis, plus de deux tiers des immeubles d'entreprise sont déjà détenus par des investisseurs professionnels et un tiers par les entreprises elles-mêmes, alors que c'est l'inverse en France. L'écart est toutefois en passe d'être comblé dans l'Hexagone, avec la multiplication des grandes externalisations⁶⁸ depuis 2001 : Alcatel, Danone, la Poste, Renault, France Telecom.... On estime que sur la période 2004-2007, 2 % du patrimoine des sociétés financières et 10 % du patrimoine des sociétés industrielles au moins seront transférés aux SIIC⁶⁹.

La financiarisation des marchés immobiliers va de pair, par ailleurs, avec la standardisation de l'information sur la qualité des actifs. La création d'un vaste marché globalisé impose en effet que les actifs fassent l'objet d'une codification internationale, connue de tous les intervenants et accessibles aux non-spécialistes. Dans le cas des biens immobiliers, la standardisation est loin d'être aussi avancée que pour autres classes d'actifs. D'abord parce que l'étroitesse des marchés, l'hétérogénéité des biens et la piètre qualité des données altèrent la fiabilité des traitements statistiques. Ensuite par ce que l'environnement juridique et réglementaire qui préside à l'investissement immobilier varie considérablement d'un pays à l'autre. La sécurisation de la propriété privée est loin d'être garantie partout, le système fiscal est souvent opaque ou complexe, de même que les règles d'urbanisme et de construction.

Le groupe immobilier Jones Lang Lassalle a créé un « indice de transparence global immobilier » (*global real estate transparency index*) dans 51 pays, qui prend en compte le niveau de transparence des facteurs intervenant dans le processus d'investissement : fiabilité des données, transparence du système juridique, urbanistique et fiscal, pratiques locales présidant aux transactions (dessous de table...). Sans surprise, sont situés en tête du palmarès de 2003, dans la catégorie « transparence très élevée », les pays de tradition protestante : Etats-Unis, Grande-Bretagne, Australie et Pays-Bas. Ces pays ont en commun une certaine culture de la transparence – largement écornée, il est vrai, par les récentes « affaires » (Enron, Worldcom, etc.) aux Etats-Unis. En queue du peloton figurent certains pays du Moyen-Orient ainsi que d'anciennes économies planifiées en transition : Turquie, Vietnam, Egypte, Arabie Saoudite, Roumanie et Ukraine (tableau 4).

Les fonds de placement immobilier parviennent toutefois à surmonter l'obstacle de l'opacité en mutualisant leur information. Les Etats-Unis disposent ainsi, depuis 1978, d'un indice de rendements immobilier sur la base des performances des plus importants investisseurs institutionnels du pays. Cet indice, produit par l'association NCREIF (National Council of Real Estate Investment Fiduciaries) est mis à jour tous les trimestres, dans les différentes régions des Etats-Unis, en fonction des données fournies par ses membres. Il est utilisé comme indice de référence pour l'évaluation des performances des portefeuilles

⁶⁷ Le gouvernement français, soucieux d'aider les entreprises à se recentrer sur leur métier tout en alimentant les caisses de l'Etat, autorise les sociétés industrielles et financières à céder à une SIIC leurs actifs immobiliers en acquittant une « taxe de sortie » sur les plus-values latentes de 16,5% sur la valeur vénale (payable sur quatre ans). Cet avantage sera appliqué pendant une période de temps restreint, du 1^{er} janvier 2004 au 31 décembre 2007.

⁶⁸ Il faut préciser que l'externalisation porte également sur les biens occupés par l'entreprise, qui devient alors locataire de son ancien patrimoine. La décision d'externalisation n'intervient que si les sommes dégagées à la suite de la cession procurent une rentabilité supérieure aux taux retenus pour le calcul des loyers.

⁶⁹Source : Sénat, « Régime fiscal des cessions de biens immobiliers aux sociétés d'investissement immobilier cotées du 1er janvier 2004 au 31 décembre 2007 ».

immobiliers⁷⁰.) Depuis 2003, les informations du NCREIF sont mises en commun avec la base de données britannique IPD (Investment Property Databank⁷¹), basée sur le portefeuille des 500 principaux investisseurs dans 15 pays (35 000 propriétés). L'objectif de ce rapprochement est de promouvoir des services aux investisseurs dans un marché global en établissant un *benchmarking* immobilier à l'échelle planétaire.

Ces données restent toutefois limitées à une fraction très faible des parcs immobiliers locaux, restreinte aux locaux prestigieux des centres des villes et des quartiers résidentiels haut de gamme. Ajoutons qu'en raison du faible nombre de transactions effectuées sur ces marchés, les indices sont basés essentiellement sur des expertises et non pas sur des prix réellement observés. Ce mode de calcul expliquerait d'ailleurs, selon plusieurs analystes, la meilleure performance et la moindre volatilité apparente des actifs immobiliers par rapport aux autres classes d'actifs (Wang, 2001). Les experts auraient en effet tendance à « lisser » l'évolution des prix en ne tenant pas compte de la totalité des variations de valeurs dans leurs estimations (processus qualifié de « *appraisal smoothing* »). Ils incorporent en outre plus rapidement les nouvelles informations, de sorte que l'immobilier titrisé présente une avance temporelle sur l'immobilier direct. Des tests de causalité de Granger tendent à prouver que l'immobilier indirect guide l'immobilier direct aux Etats-Unis, à Hong Kong et au Royaume-Uni (Geltner, MacGregor, Schwann, 2003). En tout état de cause, les difficultés à mesurer l'évolution réelle des prix sur les marchés immobiliers constitue un frein puissant à l'investissement des grands fonds institutionnels dans ce secteur, en dépit des bonnes performances apparentes qu'il offre.

Les récents travaux en économie financière ont néanmoins considérablement fait progresser les instruments de mesure de la performance de fonds de placement aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne. Deux directions ont été suivies : une première démarche a consisté à corriger les estimations des experts, avec des modèles économétriques de « délissage » (*unsmoothing*). Dans une récente synthèse de ces travaux, six modèles de ce type étaient recensés pour les Etats-Unis (deux basés sur l'indice NCREIFF) et le Royaume-Uni (deux avec l'indice IPD et deux avec l'indice JWL). La seconde approche consiste à produire des indices purement basés sur les transactions (*transaction-based indices*) au moyen de modèles de régression. Pour minimiser le problème de l'hétérogénéité des biens, deux grandes méthodes sont utilisées : la méthode par ventes répétées (qui prend en compte uniquement les biens vendus deux fois afin d'apprécier l'évolution du prix) et la méthode hédonique, cette seconde technique ayant le plus souvent la préférence. Quelle que soit l'approche retenue, aucune ne peut prétendre approcher la « réalité » des marchés immobiliers, car le décalage entre marchés directs et indirects évolue avec le temps, sous l'effet des phases d'accroissement et de décroissance de la liquidité des titres (Adair, Berry, McGreal, 2003).

Une autre piste a été l'élaboration d'indices de loyers, à partir des informations internes des fonds de placement. La couverture est bien meilleure, car les « transactions » y sont beaucoup plus fréquentes sur les marchés locatifs. Le premier indice de ce type a été mis en place par Fisher et Webb en 1991 dans 27 immeubles de bureaux répartis dans plusieurs villes des Etats-Unis. Dans ce domaine, les grands groupes immobiliers sont également très actifs. Des groupes comme Jones Lang Lassalle, Richard Geris, Cusman et Wakefield disposent d'une

⁷⁰ Pour une recension de ces travaux qui se sont considérablement développés au cours de ces dernières années, on pourra se référer à l'ouvrage de Wang (2001).

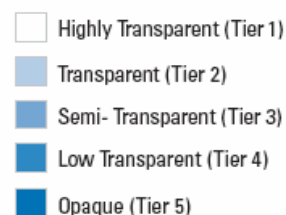
⁷¹ L'IPD est de loin l'indice immobilier le plus important du Royaume-Uni. Il est issu d'une organisation privée financée par 15 entreprises d'expertise immobilière. Au Royaume-Uni, l'indice donne des indications de prix dans 15 régions avec une segmentation du parc immobilier en 10 catégories.

couverture mondiale des marchés locatifs de l'immobilier d'entreprise. Ils apportent ainsi un complément utile – bien que difficile d'accès aux non abonnés – pour la connaissance de ces marchés, limités toutefois au seul segment supérieur.

Tableau 4. Indices de transparence globale dans l'immobilier

(Source : Jones Lang Lassalle)

| Rank | Country | Real Estate Transparency Tier 1-5 (2004) | Real Estate Transparency Tier 1-5 (2001) | 2001-2004 Change |
|------|----------------------------|---|---|------------------|
| 1 | Australia | 1.19 | 1 | Same |
| 2 | New Zealand | 1.19 | 1 | Same |
| 3 | United States | 1.24 | 1 | Same |
| 4 | United Kingdom | 1.24 | 1 | Same |
| 5 | Canada | 1.37 | 1 | Same |
| 6 | Netherlands | 1.37 | 2 | Improved |
| 7 | Hong Kong | 1.50 | 2 | Same |
| 8 | Sweden | 1.51 | 3 | Improved |
| 9 | Singapore | 1.55 | 2 | Same |
| 10 | Germany | 1.60 | 2 | Same |
| 11 | France | 1.62 | 2 | Same |
| 12 | Finland | 1.64 | 3 | Improved |
| 13 | Switzerland | 1.68 | 3 | Improved |
| 14 | Ireland | 1.82 | 2 | Same |
| 15 | Belgium | 1.92 | 2 | Same |
| 16 | Denmark | 2.01 | 3 | Improved |
| 17 | Austria | 2.08 | 3 | Improved |
| 18 | Norway | 2.15 | 3 | Improved |
| 19 | Spain | 2.19 | 3 | Improved |
| 20 | Malaysia | 2.30 | 3 | Improved |
| 21 | South Africa | 2.37 | 3 | Improved |
| 22 | Italy | 2.73 | 4 | Improved |
| 23 | Portugal | 2.85 | 4 | Improved |
| 24 | Czech Republic | 2.88 | 4 | Improved |
| 25 | Hungary | 2.88 | 4 | Improved |
| 26 | Japan | 3.08 | 3 | Same |
| 27 | Taiwan | 3.1 | N/A | N/A |
| 28 | Poland | 3.12 | 4 | Improved |
| 29 | Mexico | 3.14 | 4 | Improved |
| 30 | Israel | 3.21 | 4 | Improved |
| 31 | Chile | 3.24 | 5 | Improved |
| 32 | Greece | 3.31 | 5 | Improved |
| 33 | Estonia | 3.36 | N/A | N/A |
| 34 | South Korea | 3.36 | 3 | Same |
| 35 | Philippines | 3.43 | 4 | Improved |
| 36 | Thailand | 3.44 | 3 | Same |
| 37 | Brazil | 3.62 | 4 | Same |
| 38 | Russia | 3.64 | 5 | Improved |
| 39 | P.R. China | 3.71 | 4 | Same |
| 40 | Argentina | 3.76 | 5 | Improved |
| 41 | India | 3.90 | 5 | Improved |
| 42 | Costa Rica | 4.00 | N/A | N/A |
| 43 | Colombia | 4.10 | 5 | Improved |
| 44 | Indonesia | 4.11 | 5 | Improved |
| 45 | United Arab Emirates (UAE) | 4.31 | N/A | N/A |
| 46 | Turkey | 4.50 | 5 | Same |
| 47 | Vietnam | 4.60 | 5 | Same |
| 48 | Egypt | 4.67 | 5 | Same |
| 49 | Saudi Arabia | 4.67 | 5 | Same |
| 50 | Romania | 4.71 | 5 | Same |
| 51 | Ukraine | 4.86 | 5 | Same |



En dépit de ces avancées, il nous faut faire le constat que la qualité des données a peu progressé au regard des extraordinaires potentialités qu'offrent les nouvelles technologies d'information et de communication. Les statistiques font l'objet de spécifications différentes d'un pays à l'autre, rendant les comparaisons difficiles ou peu pertinentes. C'est tout particulièrement le cas pour les marchés du logement, pour lesquels coexistent une variété de statistiques publiques et privées (institut nationaux de statistiques, données des établissements de crédit et des agences immobilières), dont les nomenclatures ne sont pas harmonisées. De considérables différences s'observent, d'un pays à l'autre, dans le découpage géographique, la nature des logements et les paramètres de prix. Une récente étude du RICS portant sur le logement en Europe, faisait état des grandes difficultés à comparer les marchés du logement à l'échelon communautaire⁷². L'immobilier de bureaux est mieux couvert : les données des groupes immobiliers comme John Lang Lassalle ou Cushman et Wakefield s'adressent à des investisseurs ou à des entreprises en quête de localisation, qui souhaitent pouvoir comparer les conditions des marchés locaux dans une même région du monde. Il n'est donc pas étonnant que la comparabilité des données soit bien plus satisfaisante, sur ce marché, que sur celui du logement. Le coût de location se trouve même de plus en plus systématiquement exprimé sous la forme du « coût d'occupation », incorporant les frais de transaction, le montant du dépôt de garantie (qui peut atteindre six mois dans certains cas) et celui des taxes afférentes au bail.

Uniformisation des méthodes d'évaluation immobilière

L'un des grands enjeux de la globalisation est de faire converger les méthodes d'évaluation des actifs. Les biens immobiliers se trouvent donc, eux aussi, pris dans le processus de standardisation des règles d'évaluation. Cela passe, en premier lieu, par le mouvement de grande ampleur qui touche les normes comptables. Initié aux Etats-Unis par le Financial Accounting Standard Board (FASB), puis au plan international par l'International Accounting Standards Board (IASB)⁷³, un des très rares organismes privés, pour ne pas dire le seul, à se voir reconnaître le droit de légiférer, ce mouvement vise à instaurer une véritable « révolution » dans la façon d'aborder la connaissance des entreprises. La doctrine de l'IASB repose sur le postulat que la seule représentation comptable des opérations et des éléments patrimoniaux de l'entreprise est la valeur de marché instantanée de ses actifs et de ses passifs. Elle n'est pas parvenue, pour l'instant, à imposer ses vues à la communauté financière internationale – la norme IAS 39⁷⁴ adoptée en 1998, constitue à cet égard un compromis –, mais le dispositif qui se met en place tend à renforcer le poids de la valeur de marché dans l'évaluation des performances des entreprises et de leurs activités.

Jusque-là, le modèle comptable dominant en Europe et au Japon était fondé sur le concept du coût historique, c'est-à-dire des coûts antérieurement accumulés. Ce modèle fonctionnait comme un filtre asymétrique privilégiant des pertes potentielles et reportant celle des profits à la réalisation effective d'une transaction. L'objectif de l'IASB est de substituer au coût

⁷² Rapport 2004 du Royal Institute of Chartered Surveyors sur le marché du logement en Europe.

⁷³ L'IASB est un organe travaillant sous l'égide de l'IASC (International Accounting Standards Committee), responsable de la préparation, de l'adoption et de la modification des normes comptables internationales. L'IASC est un organisme privé indépendant, financé par les contributions versées par des organismes professionnels comptables, des sociétés et des institutions financières ainsi que par des cabinets comptables.

⁷⁴ Cette norme impose que certains actifs et passifs financiers soient évalués à leur juste valeur et que d'autres soient évalués au coût amorti. Les actifs que l'entreprise a l'intention et la capacité de conserver jusqu'à échéance peuvent être évalués au coût amorti ; dans le cas contraire, ils doivent être estimés à leur « juste valeur ».

historique celui de *fair value*, « juste valeur » se définissant comme « le montant pour lequel un actif peut être échangé ou un passif émis entre deux parties volontaires et bien informées dans le cadre d'une transaction à intérêts contradictoires ». Il s'agit là, en réalité, d'un usage plus général que la valeur de marché. Car dans le cas des actifs pour lesquels on ne dispose pas de références de marché, l'IABS préconise le recours à une estimation par des formules de mathématiques financières (valeur actualisée des flux futurs, voir page suivante).

La *fair value* présente d'indéniables avantages. Elle offre un meilleur suivi de l'exposition aux risques, par la révision périodique des valeurs de marché ou des valeurs actualisées. Cela est tout particulièrement vrai pour les produits dérivés, actifs très risqués mais au coût très faible, que l'ancien système comptable s'est avéré impuissant à contrôler (affaires Enron, Worldcom, Arthur Andersen...). En réconciliant le résultat comptable et le résultat économique, la *fair value* prémunit également contre les pratiques opportunistes de gestion du résultat, comme celles consistant à céder des actifs recelant des plus-values latentes (valeur de marché diminuée du coût historique d'acquisition) pour engendrer des bénéfices exceptionnels et lisser les comptes. Toutefois, ce modèle comptable qui se présente comme « fidèle et loyal à la réalité » se trouve lui-même porteur de risques. En soumettant les comptes des entreprises aux fluctuations du marché, il accroît la volatilité des valorisations comptables, accélérant de la sorte la transmission des déséquilibres. Si la *fair value* devait se généraliser, notamment dans le secteur bancaire où la résistance est actuellement la plus forte, il est fort à craindre qu'elle conduirait à un risque accru de système (*Revue d'économie financière*, 2003).

Les actifs fonciers et immobiliers se trouvent concernés à double titre par cette redéfinition des règles comptables. Les fluctuations de leur valeur introduiront une plus grande instabilité dans l'évaluation des résultats des entreprises. Si les actifs et passifs bancaires en venaient à être un jour estimés par la *fair value*, on imagine l'impact que pourrait causer un krach immobilier sur les équilibres comptables du secteur financier et par voie de conséquence sur les conditions du crédit. Par ailleurs, la progression de la *fair value* au sein du dispositif de normes comptables a également pour conséquence d'accélérer l'assimilation des biens immobiliers aux actifs financiers, autrement dit de renforcer et de légitimer le processus de financiarisation de l'immobilier.

La méthode d'évaluation de la *fair value* se base sur l'analyse développée par Irving Fisher dans *La théorie de l'intérêt* (Mac Millan, 1930, New York) : « La valeur de tout bien ou droit de propriété est sa valeur en tant que source de revenu [...]. Elle est déterminée en actualisant les revenus anticipés (p.12-13) ». Selon cette analyse, l'actif immobilier, tout comme le titre boursier ou obligataire, se définit en fonction du *flux de revenus futurs* qu'il est susceptible de fournir. La méthode d'actualisation utilisée, la *Discounted Cash Flow* (DCF) ou « valeur de rendement actuariel », s'impose donc désormais face aux méthodes d'évaluation immobilière précédentes⁷⁵.

Selon le principe de calcul de la DCF, les opérateurs du marché se fondent sur deux éléments pour anticiper les prix : le flux de revenus futurs que fournira le bien (revenus locatifs) et la

⁷⁵ Les méthodes d'évaluation immobilière traditionnelles sont nombreuses. Toutefois, la préférence va souvent à la plus simple d'entre elles, la méthode par comparaison. Son principe consiste, pour estimer la valeur d'un bien immobilier, à utiliser les données de biens comparables ayant fait l'objet de transactions récentes. Cette méthode est privilégiée par l'administration en France et obtient la plus grande faveur au Japon. Mais certains pays comme la Suisse lui préfèrent la méthode de valeur intrinsèque, consistant à évaluer le coût de remise en état.

plus-value qu'il génèrera à la revente. La valeur actualisée nette du bien immobilier, V_0 , se calcule donc comme suit:

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{R_t}{(1+r)^t} + \frac{V_{net\ T}}{(1+r)^T}$$

Avec : T = horizon-temps (en années), V_{net} : valeur de revente en fin de période (temps T), R_t : le flux de revenus locatifs de l'année t , r : le taux d'actualisation

Le taux r permet de ramener ces projections futures à une valeur présente, c'est pourquoi on le nomme « taux d'actualisation ». Il correspond à la rentabilité exigée par l'investisseur pour l'actif considéré, compte tenu de la rentabilité offerte par les placements alternatifs offerts sur le marché. On retient généralement, comme taux de référence, le rendement actuel des placements financiers non risqués (obligations d'Etat par exemple), auquel on ajoute une prime de risque (l'investissement immobilier étant plus risqué que l'achat de bons du Trésor).

On peut remplacer la valeur de revente par la valeur actualisée des revenus anticipés en fin de période. Puis, pour simplifier on considère que l'horizon d'investissement est infini, ce qui fait tendre vers zéro le second terme de l'équation. La valeur du bien se définit alors comme le seul flux actualisé des revenus⁷⁶. On procède donc à une seconde simplification, consistant à considérer que l'augmentation des loyers est constante dans le temps, selon le taux de croissance g . Sous ces deux hypothèses, la valeur du bien se résume à la formule suivante :

$V_0 = R_1 / (r-g)$, (avec pour condition $r > g$), R_1 étant le flux de revenus locatifs de la première année⁷⁷.

Le grand apport de la méthode DCF est la prise en compte d'une dimension essentielle de la formation du prix des actifs immobiliers que les méthodes précédentes avaient ignorée : le temps. Elle oblige en effet les experts à s'interroger sur l'avenir « prévisible » du bien immobilier, en termes de rentabilité, d'évolution physique et de valorisation dans le temps. À cet égard, elle présente une réelle avancée par rapport à la méthode de comparaison, qui avait jusque-là obtenu la faveur des experts, méthode parfaitement réflexive puisque basée sur l'évolution antérieure des prix. Nous avons en effet montré, dans « La bulle Foncière au Japon », comment l'usage quasi-exclusif de cette méthode à Tôkyô dans les années 1980, avait concouru à amplifier la hausse des prix des terrains par la référence permanente à des valeurs excessives (Aveline, 1995a, p.115-121).

La méthode par DCF ne laisse pas moins planer beaucoup d'incertitudes. Comment évaluer la croissance à venir des loyers sans disposer d'une connaissance préalable de l'évolution des paramètres macro-économiques ? Quelle prime de risque doit-on prévoir pour l'immobilier par rapport à d'autres types d'investissement financier ? Comment ce différentiel de risque entre classes d'actifs évolue-t-il dans le temps ? Un problème bien plus redoutable encore est d'évaluer la plus-value à la revente au terme de la période d'investissement. Sur des marchés soumis à des fluctuations cycliques, s'engager dans de tels pronostics relève du pur chamanisme. Au début des années 1990, on s'est aperçu que la méthode DCF avait conduit

⁷⁶ Quand des travaux de rénovation sont prévus, on peut faire une provision pour travaux lissés sur la période.

⁷⁷ On peut également retenir B_1 à la place de F_1 , B_1 étant le bénéfice avant intérêts et impôt du premier exercice. $V_0 = L_1 / (r-g+a)$, L_1 étant le loyer brut du premier exercice et a le rapport entre les charges totales et la valeur du bien.

les investisseurs à ignorer les risques d'augmentation de la vacance. Autrement dit, en considérant les actifs immobiliers comme de « purs » actifs financiers, on avait un peu trop vite oublié que les immeubles avaient une réalité physique et qu'ils étaient par conséquent soumis, comme les autres commodités, à des cycles de production industrielle. Ainsi que le déclarait André Wood, vice-président de Land Lease Real estate investment en décembre 1999 : « *A big change in the United States in the last 15 years has been the view of real estate as an asset class. Real Estate should be viewed as a business* » (Mera, Renaud, 2000, p.275). Ce constat a fait émerger de nouvelles approches dans les milieux académiques, où l'on cherche à réconcilier les dimensions financière et spatiale des actifs immobiliers (travaux de Fisher et Weaton notamment, II/V-3), sans toutefois remettre en cause la pertinence de la méthode DCF⁷⁸.

La standardisation des méthodes d'évaluation immobilière contribue par ailleurs à renforcer l'encadrement de la profession d'expert immobilier, jusque là peu réglementée dans de nombreux pays. On ne sera pas surpris que, dans ce domaine comme dans celui de la *coporate gouvernance* à laquelle il est associé, ce soient les normes anglo-saxonnes qui tendent à s'imposer. Les pays anglo-saxons disposent en effet d'une bonne longueur d'avance en matière de « culture immobilière ». Ils ont une expérience des cycles plus ancienne que les autres pays industrialisés (à l'exception notable du Japon), ces derniers ayant longtemps relevé d'une économie partiellement administrée⁷⁹. Grâce à leurs observations des dynamiques des marchés immobiliers, ils ont développé un corpus d'instruments d'analyse sophistiqués, que le puissant réseau des experts britanniques, le RICS (Royal Institute of Chartered Surveyors⁸⁰), contribue à propager dans le monde. Les Chartered Surveyors ont en effet non seulement étendu leur aire d'influence dans les nombreux états-membres du Commonwealth, mais ils ont pénétré très largement l'Europe et l'Asie par leurs systèmes d'accréditation des diplômes nationaux pour l'accès au statut de *chartered surveyor*. En édictant ainsi les normes de la formation des experts, ils jouent un rôle clé dans la standardisation des savoirs immobiliers dans le monde.

Convergence des rendements

Le processus de formation d'un marché immobilier global ne préside-t-il pas à la convergence des rendements immobiliers à l'échelle supranationale ? En cherchant à diversifier leur portefeuille au-delà de leur horizon traditionnel, soit dans la recherche de « niches », soit pour minimiser les risques, les investisseurs devraient, en effet, en principe réduire les écarts de rendements. Quel fut l'effet de l'internationalisation de l'investissement immobilier à cet égard ? Les travaux dans ce domaine n'ont pu être engagés qu'à partir du début des années

⁷⁸ Sur le débat en France autour de cette méthode, voir les articles suivants : Gérard Margiocchi, Albert Malaquin (1997), « La méthode des Discounted Cash Flows (DCF) va-elle révolutionner l'expertise immobilière ? », *Réflexions immobilières*, n°19, 43-47. Dans le même numéro, voir également Bernard de Polignac, « Du bon usage des méthodes d'estimation immobilière », 48-51.

⁷⁹ C'était notamment le cas de la France, avec les procédures d'encadrement des loyers, les normes de prix en locatif et en accession dans le secteur aidé de l'habitat et le rôle prédominant de la filière de production publique.

⁸⁰ Les Chartered Surveyors exercent une profession libérale de conseil pour le service public et privé. Ils couvrent plusieurs disciplines, mais sont plus spécialisés dans l'expertise et le conseil immobilier. Leur formation, de trois ans, est assurée par des établissements universitaires accrédités. Une fois diplômés, ils sont associés au RICS (Royal Institute of Chartered Surveyors) et sont astreints à une formation continue de 60 heures sur trois ans. Depuis le début des années 1990, l'accréditation de certains diplômes permet aux experts européens de devenir Chartered Surveyor.

1990, du fait de l'absence de données autorisant la comparaison internationale. Eichholtz *et alii* (1996) ont fait état de fortes corrélations des taux de rendement à l'échelle continentale : en Europe surtout (à l'exception de la Belgique, de l'Italie et du Portugal), en Amérique du Nord (ce qui est peu surprenant compte tenu du poids des Etats-Unis) et dans une bien moindre mesure en Asie Pacifique (les fortes corrélations étant limitées à Tôkyô, Hong Kong et Singapour). Ils ont également observé de bonnes corrélations de rendements entre l'Europe et l'Asie Pacifique, ainsi qu'entre l'Europe et l'Amérique du Nord. Toutefois, ces liens d'interdépendance semblent considérablement varier dans le temps.

Par ailleurs, Bond *et alii* (2003) ont mis en évidence, à partir d'une analyse statistique des performances de l'immobilier titrisé sur la période 1990-2001 dans 14 grands pays industrialisés⁸¹, que le risque d'investissement était plus grand en Asie-Pacifique qu'en Europe et aux Etats-Unis. Les particularités nationales en matière de risque s'expliqueraient, selon eux, par la taille du marché titrisé – les Etats-Unis et le Royaume-Uni présentant un moindre risque à cet égard –, par les règles encadrant la cotation en bourse des entreprises (normes de divulgation des résultats et normes comptables notamment) et par les modes de gouvernance des entreprises.

Il semble donc que l'on soit encore bien loin d'une harmonisation des rendements à l'échelle de la planète. On doit cependant s'attendre à une progression de la convergence des rendements, à mesure que le marché immobilier titrisé se développera et que les normes anglo-saxonnes s'imposeront, dans le domaine de la comptabilité comme dans celui de la gouvernance d'entreprise. Un tel phénomène, s'il se produit, ne manquera pas d'avoir des effets sur les marchés fonciers nationaux.

II.2. Les recompositions territoriales

La montée de la finance de marché, portée par le développement des technologies d'information et de communication, a également accéléré les mutations de la sphère productive à l'échelle mondiale. Aux structures de production pyramidales et hiérarchisées du système de production de masse – le « modèle fordiste » des régulationnistes – ont succédé des types d'organisation industrielle « en archipels » (selon la formule de Pierre Veltz), fonctionnant selon une logique de réseaux. Ces mutations du système productif se marquent spatialement par la disparition des hiérarchies territoriales traditionnelles (pyramide verticale entre centre et périphéries à divers degrés dans l'espace national) au profit d'un renforcement des liens transnationaux entre les pôles les plus dynamiques, singulièrement centrés sur les régions-capitales des grands pays industrialisés. Parmi ces pôles se distinguent les « villes globales », selon l'appellation de Saskia Sassen (1991), club très fermé de villes d'envergure planétaire (Tôkyô, New York et Londres⁸²), communiquant entre elles au détriment des autres régions de leur espace national dont elles tendent à se « décrocher ».

Il semble à première vue assez paradoxal que l'expansion de la finance de marché n'ait pas pris la forme d'un transfert de capitaux vers les pays pauvres, comme ce fut le cas pour les

⁸¹ Etats-Unis pour l'Amérique ; Hong Kong, Australie, Japon et Singapour pour l'Asie-Pacifique; Royaume-Uni, Pays Bas, France, Suède, Espagne, Belgique, Allemagne, Suisse et Italie pour l'Europe.

⁸² Le qualificatif de « ville globale » répond à des critères bien précis, définis par Sassen, concernant la structure de l'emploi, le niveau d'équipement et les relations que la ville entretient avec le reste du pays. Selon ces critères, Paris ne fait pas « officiellement » partie du club très fermé des villes globales.

pétrodollars. Cela s'explique par le profond changement de statut du territoire, auquel ont conduit les nouvelles organisations de la structure industrielle. Auparavant simple substrat sur lequel s'appuyaient les ressources techniques, le territoire est devenu acteur à part entière du jeu économique, en tant que matrice d'organisation et d'interactions sociales (Veltz, 1996). Ce sont donc les régions capitales des pays industrialisés, ainsi que celles des pays dits « émergents », qui ont été les grandes bénéficiaires des investissements directs et indirects. La notion de « marché émergent », qui consacre la disparition du Tiers-Monde et de la frontière entre pays du Nord et du Sud, est symptomatique de cette nouvelle organisation territoriale.

Invention de la notion de « marché émergent »

Le concept de « marché émergent » a fait voler en éclat l'ancienne configuration spatiale du système de production de masse, qui partageait le monde entre pays industrialisés et Tiers-Monde. Il a été énoncé au début des années 1980 par un banquier néerlandais, Van Agtmael. Son objectif était d'attirer les capitaux des pays industrialisés vers les pays sous-développés connaissant une croissance exceptionnelle, dont les besoins financiers ne pouvaient être satisfaits par les banques et les Etats, alors en pleine crise de la dette. (Yergin, Stanislaw, 2000, p.181). L'idée fit vite son chemin. Une abondante masse de capitaux en quête de placement se trouvait à la disposition des fonds de gestion collective de l'épargne. Face aux performances médiocres des marchés d'actifs dans les pays industrialisés, les pays en voie de développement présentant des monnaies stables, une taux de croissance élevée et un climat politique sain – tels que le Mexique avant 1993 et certains pays d'Asie – offraient des rendements très attractifs et un risque mesuré. La Banque Mondiale s'impliqua elle-même dans la promotion des pays asiatiques, mettant en avant l'éthique confucéenne, le haut niveau d'éducation et les fortes capacités de travail des masses laborieuses. Les capitaux libellés en dollars s'orientèrent donc massivement vers les pays les plus dynamiques d'Asie de l'Est. En 1996, les flux en direction de cette région culminaient à 500 milliards de dollars, après une montée en régime de 300 et 450 milliards au cours des années précédentes. Peu avant la crise asiatique, ils représentaient près de la moitié du PIB de la Thaïlande (42%), un tiers de celui de la Corée (35%) et le quart de celui de Singapour (27%). (Gounin, Vivier-Lirimont, 1999).

Mise aux normes de la mondialisation

On connaît les ravages occasionnés, en 1997, par ces flux financiers gigantesques au regard de la taille des économies concernées. Toutefois, les pays d'Asie ont su tirer parti de la manne financière, que les fonds publics ont accompagnée, pour mettre leurs régions métropolitaines aux normes de la mondialisation. Juste avant la crise asiatique, pas moins de onze aéroports internationaux avaient vu leur construction démarrer dans la région. Des efforts ont été entrepris pour moderniser les infrastructures portuaires et ferroviaires, afin de décloisonner les régions de l'*hinterland* et d'améliorer les communications transfrontalières. Les métropoles asiatiques ont également profité de leur entrée tardive dans l'industrie des TIC⁸³ pour se doter, pour la fourniture d'accès Internet, d'infrastructures de téléphonie fixe et mobile plus sophistiquées que celle des pays industrialisés, confrontés à l'obsolescence de leurs dispositifs. Dans la plupart des grandes villes ont été aménagés, en périphérie, un ou plusieurs « IT parks » pourvus de réseaux de haut débit. C'est la Corée du Sud qui, dans ce domaine, a poursuivi la politique la plus volontariste. Depuis 2000, elle se prévaut du taux de pénétration de l'Internet le plus élevé au monde et s'oriente, à l'horizon 2010, vers des autoroutes de l'information à haut débit. Le développement des industries liées aux TIC est encouragé par

⁸³ Technologies d'information et de communication.

de multiples moyens : aménagement de trois grands périmètres spécialisés dans la région de Séoul, soutien à la construction privée d'incubateurs et de bureaux pour les start-ups, incitations à la création de start-ups dans les universités (Aveline, 2001).

La compétitivité croissante des territoires est toutefois loin de se jouer sur les seules qualités logistiques. L'enjeu se situe bien davantage sur leur capacité à amortir les variations conjoncturelles des divers secteurs industriels, dans le cadre d'une économie mondialisée. A cet égard, les territoires les plus attractifs sont ceux qui procurent les meilleures garanties contre le risque et l'incertitude. Il s'agit donc, avant tout, de régions métropolitaines, car ce sont les seules à concentrer de vastes gisements d'emploi et de consommateurs. Mais ces métropoles doivent aussi satisfaire aux exigences de flexibilité permettant aux firmes multinationales de s'ajuster rapidement aux fluctuations de la conjoncture. Les ressources locales « extra-économiques » jouent donc désormais un rôle majeur dans l'attractivité des territoires : le niveau d'éducation et la compétence de la main d'œuvre, la confiance dans les relations entre acteurs, l'aptitude collective à la maîtrise des systèmes techniques et la capacité du système productif local à s'adapter aux besoins accrus de sous-traitance (Veltz, 1996). Il va sans dire que ces ressources sont les plus abondantes dans les pays industrialisés. Mais les régions les plus dynamiques des pays émergents d'Asie offrent également d'indéniables gages de flexibilité, que ce soit dans le domaine de l'emploi (spécialisation de la main-d'œuvre, statut faiblement protégé du salariat), dans la morphologie des structures productives (tissu dense de PME, districts industriels entretenant des liens de sous-traitance avec les grandes firmes) ou encore dans la capacité à s'approprier les nouvelles technologies d'information et de communication. Sans compter le rôle de la diaspora chinoise, un ensemble de 30 millions de personnes⁸⁴ dont la production de richesse s'élèverait selon certaines estimations à 200 milliards de dollars (au quatrième rang mondial), et qui joue un rôle-clé dans la mobilisation des ressources financières et humaines dans un grand nombre de pays d'Asie de l'Est.

Remodelage des centres urbains

Il est un domaine, bien moins souvent évoqué, où la flexibilité est aussi de rigueur pour accompagner les formidables mutations de la sphère productive et financière. Il s'agit de la *l'aptitude morphologique des territoires* – et tout particulièrement des métropoles, qui sont les premières concernées –, à s'adapter à la nouvelle donne. Cette « mutabilité » physique des espaces de la production passe par la capacité des marchés immobiliers locaux à réagir aux fluctuations de la demande. Dès lors, la compétitivité des métropoles ne peut s'envisager en faisant l'impasse sur la *nature du stock immobilier existant* (sa capacité physique à se transformer, que ce soit par la réaffectation des immeubles existants ou par leur destruction), sur les *formes institutionnelles des marchés immobiliers* locaux (maturité de la profession immobilière, interventionnisme des politiques foncières) et plus généralement sur les *processus par lesquels les pressions économiques en faveur du changement se traduisent dans l'activité immobilière* (D'Arcy, Keogh, 1998).

Ces conditions sont d'autant plus cruciales que l'expansion de la finance de marché, la « révolution informationnelle » et les transformations des systèmes productifs ont accru la pression sur les centres des grandes métropoles. Les activités financières, on le sait, se localisent à proximité des places boursières, où existe déjà une forte concentration d'organismes financiers. Leur développement s'accompagne d'une diversification des

⁸⁴Au total 55 millions si l'on inclut les Chinois de Hong Kong et Taiwan.

services du tertiaire supérieur, communément appelés « producer services » (conseil en investissement, conseil juridique international, expertise comptable, assistance informatique, etc.) qui s'implantent également dans les quartiers d'affaires centraux. Quant aux grandes entreprises internationales, elles cherchent elles aussi à tirer parti des ressources des métropoles, tout en externalisant une partie croissante de leurs activités. Pour implanter leurs sièges sociaux, elles sont demandeuses, tout comme les services financiers et de tertiaire supérieur, de surfaces de bureaux prestigieuses en position centrale, répondant aux normes techniques de la révolution informationnelle. Des structures d'hébergements résidentiels ou hôteliers, également de niveau international, doivent compléter ce dispositif.

Pour rester dans la course, les métropoles doivent donc être en mesure de remobiliser rapidement la structure de leur bâti. Une solution consiste à recycler d'anciennes friches industrielles ou portuaires faiblement éloignées des quartiers d'affaires traditionnels. De telles interventions *ex nihilo* présentent l'avantage d'autoriser une grande liberté d'aménagement. Toutefois, comme elles s'accompagnent nécessairement de la construction de grands ouvrages (ponts, tunnels) ou d'infrastructures de transport (ligne de métro, nouvelles routes), elles sont très coûteuses pour la collectivité publique. C'est pourquoi l'on a multiplié les montages faisant porter tout une partie du coût d'infrastructures aux aménageurs privés des nouveaux quartiers d'affaires. En Europe, c'est sans conteste Londres qui offre l'exemple le plus éloquent de ce type de projet, avec l'aménagement des Docklands, vaste friche industrialo-portuaire de 2 146 ha (à comparer aux 750 ha de La Défense) pour pallier l'exiguïté de la City après le « Big Bang » de 1986. On notera que les montages financiers de ces grands projets sont fragiles : dans le cas des Docklands, la faillite de l'aménageur privé Olympia et York a reporté *in fine* le financement de l'infrastructure de desserte ferroviaire sur le contribuable britannique.

La transformation de l'offre immobilière est plus difficile à entreprendre lorsque l'on agit sur un tissu urbain existant. Cela est particulièrement vrai quand le patrimoine bâti fait l'objet d'une protection – comme c'est largement le cas en Europe – ou quand il se conforme mal aux nouvelles normes techniques. Une faible maturité de la profession immobilière (faible professionnalisme des agents immobiliers et des promoteurs, niveau insuffisant de l'information, faible mobilisation des capitaux...) peut aussi considérablement entraver le processus de mutation. Faut-il rappeler que l'immobilier de bureaux a été lancé, en France, par des opérateurs anglais ? Si le Triangle d'Or demeure le quartier d'affaires le plus prestigieux de Paris – toujours plus cher que la Défense –, c'est grâce à la formidable adaptabilité des bâtiments haussmaniens à l'évolution des besoins immobiliers. Initialement destinés au logement, ces immeubles ont été massivement convertis en surfaces de bureaux, avant de connaître une nouvelle conversion... en logements pour résorber la surproduction des années 1990. Aujourd'hui, Paris peut se prévaloir d'une maturité avancée dans le secteur de l'immobilier d'entreprise, bien qu'encore distancée par Londres dans ce domaine. Mais des grandes métropoles européennes comme Milan ou Madrid n'offrent pas le niveau de maturité requis pour satisfaire une demande immobilière de plus en plus exigeante et volatile (D'Arcy, Keogh, 1998).

La maturité de l'industrie immobilière et la structure du bâti ne sont bien évidemment pas seuls en cause. La « mise aux normes » des métropoles, dans ce domaine, requiert deux autres grandes conditions : des politiques urbaines adaptées et des systèmes locaux d'acteurs dynamiques. On sait combien les deux sont imbriqués. La littérature américaine sur les « urban growth machines » (Logan, Molotch, 1987) a bien montré le rôle des coalitions locales de promoteurs, propriétaires fonciers et exploitants d'infrastructures dans la

formulation des politiques urbaines. De même avons-nous mis en évidence, dans « La ville et le rail » (Aveline, 2003), les puissants liens qu'ont traditionnellement entretenus les grands opérateurs ferroviaires urbains privés au Japon, également aménageurs fonciers, avec les divers organes de l'Etat.

Quels que soient les processus dont elles sont issues, les politiques urbaines ont subi, au cours de ces deux dernières décennies, de considérables inflexions. On observe partout une montée de *l'urbanisme opérationnel*, c'est-à-dire de la gestion urbaine par projet, au détriment de l'urbanisme globalisant qui caractérisait la période antérieure. Les dispositifs encadrant l'occupation des sols et la construction à l'échelle de la ville ou de l'agglomération (plans d'occupation des sols et schémas directeurs) n'ont pas pour autant disparu, mais ils se sont effacés au profit de nouveaux périmètres de petite taille, au sein desquels les règles se négocient entre la puissance publique et l'aménageur. En témoigne le caractère totalement hors normes des règles d'urbanisme dans les Docklands à Londres, avec un aménageur placé directement sous la tutelle du premier ministre. De même, pour la France on peut évoquer la multiplication des ZAC privées en Région Parisienne (suite à la suppression de la procédure d'agrément qui avait contrarié la construction dans l'ouest parisien en 1985), où de généreux droits à bâtir ont été consentis pour la construction de grands immeubles de bureaux.

Ces nouvelles modalités de l'intervention publique ont considérablement accru la « mutabilité » du bâti dans les grandes métropoles et tout particulièrement dans les zones où se portait la demande d'immobilier d'entreprise et d'hôtellerie de prestige. Elles ont permis également de faire prendre en charge par les promoteurs privés une partie du coût des nouvelles infrastructures et équipements publics requis pour rester dans la course des « villes mondiales ».

La contrepartie fut néanmoins très lourde. La généralisation des périmètres dérogatoires aux plans d'occupation des sols s'est traduite par une verticalisation brutale du bâti, le plus souvent sans maîtrise par la puissance publique des conséquences sur les équilibres urbains. Plus grave encore, l'effet économique du gonflement des surfaces bâties autorisées sur le prix du sol n'a pas été anticipé. Pour mieux comprendre l'effet inflationniste, sur les valeurs foncières, des généreux « bonus de COS » ou autres dispositifs ayant conduit à la verticalisation du bâti, on peut se référer au mécanisme d'effet multiplicateur de l'immobilier sur le foncier évoqué en I/III-1.

A l'échelle macro-urbaine, on pourra aussi tenter une comparaison avec l'inflation, tant le mécanisme de création de surfaces bâties s'apparente à celui de la création monétaire. En créant *ex-nihilo* de la monnaie pour une augmentation de leurs crédits, les banques créent des droits supplémentaires sur la production. Lorsque l'économie est en sous-emploi, cela a pour effet d'augmenter d'autant la production et les revenus, mais si l'économie est proche de la saturation, les entreprises ne peuvent augmenter leur production et augmentent en conséquence leurs prix. Ces hausses se propagent sur l'ensemble des biens de consommation, provoquant ainsi un phénomène d'inflation. La création monétaire se partage donc à la fois en « effet volume » (augmentation de la production) et en « effet prix » (inflation), ce dernier ayant tendance à augmenter à mesure que l'on s'approche du plein emploi des capacités productives. La création de surfaces bâties en excès, par rapport à un certain équilibre volumétrique préexistant, peut causer une autre sorte d'inflation, celle des actifs fonciers. En effet, l'augmentation du potentiel volumétrique dans certains quartiers permet d'augmenter l'offre de surfaces bâties. Les propriétaires fonciers utilisent alors le maximum du COS autorisé, approvisionnant ainsi le marché en nouvelles constructions. Tant que le marché

demeure en situation de pénurie, les surfaces en excédent peuvent théoriquement être absorbées par la demande, selon la dynamique de « l'effet volume ». Toutefois, à mesure que le marché atteint la saturation, « l'effet volume » cède la place à « l'effet-prix ».

Les collectivités locales ont délivré des droits à construire *larga manu*, sans prendre vraiment conscience des effets économiques de leurs décisions. Certes, ces droits n'ont pas été accordés sans contreparties : obligation pour les aménageurs de financer des équipements d'intérêt collectif en France par exemple (bien que nombre d'entre eux ont été révisés en baisse ou financés par la collectivité suite aux défaillances des promoteurs), obligation de construire des espaces publics ou des logements au sommet des immeubles de bureaux pour bénéficier d'un « bonus de COS » au Japon. Dans certains cas, il s'est agi de véritables ventes d'espace par la collectivité : c'est le cas par exemple à Hong Kong où tout changement de réglementation trouve sa contrepartie financière dans la fixation du bail des terres, ou encore à Téhéran, où la vente de surfaces excédant les niveaux autorisés par la réglementation d'urbanisme est couramment pratiquée. Cependant, la multiplication des périmètres d'urbanisme opérationnel a permis l'expansion à volonté des surfaces bâties, bien au-delà des seuils autorisés par les plans d'urbanisme, sans toujours véritablement faire l'objet de contreparties.

On comprend mieux, dès lors, pourquoi les valeurs foncières ont atteint des niveaux particulièrement élevés en Asie de l'Est. En l'espace d'une décennie, le profil des grandes villes dans cette région s'est radicalement verticalisé. On n'a pas hésité à tailler dans le tissu pavillonnaire existant pour construire des grandes tours de logements et de bureaux. Une âpre rivalité fait toujours rage dans la région pour la détention du record mondial de hauteur des constructions. Alors que les Etats-Unis monopolisaient encore les 10 plus hauts gratte-ciels de la planète en 1986, dix ans plus tard quatre tours de très grande hauteur avaient fait leur apparition en Asie, dont les Petronas Towers (Kuala Lumpur), détenant le nouveau record mondial (451 m). Depuis peu, ces tours se sont vues détrônées à leur tour par le Financial Center de Taipei (508 m). Au-delà du caractère quelque peu anecdotique que revêt cette rivalité, elle nous renseigne sur l'intensité de la concurrence en Asie pour attirer les activités économiques, qui se joue sur une stratégie de marketing territorial, la tour étant le signe par excellence d'accession à l'économie globalisée. Mais elle témoigne surtout de l'extraordinaire capacité du marché à augmenter le volume de droits à construire, dans le cadre d'une offre foncière peu extensive.

III. Le renouvellement des théories sur la spéculation

Ces mécanismes spéculatifs de grande envergure sur les marchés d'actifs ont battu en brèche la « théorie de l'efficience » de Milton Friedman⁸⁵, selon laquelle les marchés financiers ont un pouvoir d'autorégulation intrinsèque. Des travaux basés sur la théorie de la spéculation de Keynes ont ouvert la voie à un nouveau champ de recherche en macroéconomie financière, qui trouve des applications dans le domaine du foncier et de l'immobilier, notamment sous la forme de la théorie des bulles. Ces nouvelles approches ont remplacé celles de la rente foncière et tendent à constituer le nouveau socle de l'intervention publique.

⁸⁵ Milton Friedman, disciple de Friedrich Hayek et prix Nobel d'économie en 1975.

III-1. La théorie de Keynes revisitée

John Maynard Keynes, on le sait, s'était considérablement enrichi à la Bourse grâce à ses fines qualités d'observation. Néanmoins, ses travaux théoriques sur la spéculation étaient tombés dans l'oubli, jusqu'à ce que l'émergence de phénomènes spéculatifs de grande amplitude sur les marchés financiers, dans les années 1980, ne leur restitue toute leur pertinence.

Dans sa « Théorie générale » (1936), Keynes distingue deux logiques de comportement chez les agents économiques : une logique d'entreprise, « qui consiste à prévoir le rendement escompté des actifs pendant leur vie entière » et une logique de spéculation visant « à prévoir la psychologie du marché ». C'est cette dernière qui crée une divergence du cours des actions par rapport à leur valeur fondamentale. Elle modifie en effet le comportement des agents qui poursuivent une logique d'entreprise et les conduit à se préoccuper « *non de la valeur véritable d'un investissement pour un homme qui l'acquiert afin de le mettre en portefeuille, mais de la valeur que le marché, sous l'influence de la psychologie de masse, lui attribuera trois mois ou un an plus tard* ». La théorie de l'efficience n'admet pas une telle éventualité : les agents « rationnels », informés sur la valeur fondamentale des titres, sont supposés arbitrer les marchés contre les anticipations erronées des spéculateurs, c'est-à-dire acheter les titres quand ils sont sous-évalués, les vendre dans le cas contraire, si bien que les cours doivent en principe retrouver leur « niveau d'équilibre ».

Toutefois, Keynes insiste sur le fait que les agents rationnels n'ont pas intérêt à contrarier les cours. En effet, si les marchés s'emballent et qu'ils sont trop prudents, ils ne profitent pas de la hausse. À l'inverse, s'ils sont trop confiants alors que le marché subit une baisse irraisonnée, ils font face à de lourdes pertes si le pessimisme des autres investisseurs perdure. Dans un contexte dominé par le comportement des opérateurs de marché, *l'attitude spéculative apparaît donc comme l'attitude rationnelle par excellence*, puisqu'elle tire parti des transformations du comportement des agents et limite le risque. Il s'ensuit que l'action des investisseurs « rationnels », loin d'être stabilisante, contribue au contraire à accentuer les mouvements irraisonnés sur les marchés d'actifs.

Le grand apport de cette théorie a été de considérer que le prix des actions évoluait selon un mécanisme *endogène*, produit par le jugement de la communauté financière. Une telle approche remet en cause les lois de l'équilibre néo-classique, car les courbes d'offre et de demande ne sont alors plus indépendantes des participants, mais en partie conditionnées par eux : « *lorsque le prix augmentent, la demande peut augmenter à son tour dès lors que chaque agent interprète l'augmentation du prix comme l'expression d'un fort courant d'achat, ce qui a pour effet d'accroître la désirabilité du produit* » (Orléan, 1999).

Les travaux renouant avec la théorie de Keynes ont donc mis l'accent sur *l'importance des mouvements endogènes au marché* dans la formation des cours. L'analyse keynésienne a été renouvelée avec l'expansion de la finance de marché et les immenses progrès des technologies de l'information, qui ont conduit à une extrême diversification des catégories d'investisseurs. Il n'existe plus, désormais, d'agents rationnels et ignorants (spéculateurs), mais un vaste éventail d'investisseurs – des puissants fonds de pension aux boursicoteurs – disposant tous d'une information incomplète (néanmoins extrêmement hétérogène) et agissant à différents niveaux sur les marchés.

Ces approches opèrent un renversement dans l'analyse de la rationalité des agents. Les approches traditionnelles leur supposaient un comportement fondé sur l'examen de « fondamentaux objectifs », dont ils tiraient un jugement sur le caractère sur-ou sous-évalué du prix du marché. Même Keynes distinguait une rationalité purement fondamentaliste (celle de la logique d'entreprise) de la rationalité réflexive du spéculateur centrée exclusivement sur le marché. Mais si l'on considère que *les fondamentaux eux-mêmes peuvent être biaisés* par la perception qu'en ont les investisseurs, il ne reste plus qu'une seule réalité tangible sur laquelle s'appuyer : les prix observés sur le marché. Comment, dans ces conditions, les investisseurs forgent-ils leur opinion sur la pertinence de leurs interprétations des fondamentaux ? En quoi les modifications de leurs perceptions peuvent-elles mener à d'importantes amplitudes de prix sur les marchés ? Plusieurs auteurs se sont penchés sur cette question essentielle. Nous présentons ici les analyses de trois auteurs : Orléan, Giraud et Soros.

La rationalité autoréférentielle d'Orléan

Orléan (1999) met en évidence l'importance des stratégies de coordination dans le dispositif cognitif des investisseurs, en introduisant la notion de « rationalité autoréférentielle ». Il montre que les investisseurs recherchent des références communes, en sélectionnant, parmi plusieurs équilibres, « un équilibre saillant aux propriétés radicalement distinctes des autres ». Une polarisation mimétique se crée sur cet équilibre, produisant une croyance unanimement partagée, qu'Orléan nomme une « convention ». Pour être vraiment stable, la convention doit être légitime aux yeux des membres du groupe. Autrement dit, elle doit reposer sur des éléments convaincants et argumentés. Elle s'appuie donc, à la base, sur un diagnostic de type fondamentaliste. Par exemple, la « convention Internet », qui a porté les valeurs d'industrie du Net à des niveaux faramineux, s'est focalisée sur l'accroissement des ventes sur le Web ; la convention « miracle asiatique » a reposé de son côté sur les données macroéconomiques favorables que présentaient les pays est-asiatiques au début des années 1990 : stabilité des monnaies (systèmes de taux de change fixes ancrés au dollar, abondantes réserves de change détenues par les banques centrales), forte croissance économique et hauts niveaux d'épargne. La convention est par nature éminemment sélective, puisqu'elle hiérarchise l'information de façon à ignorer certaines anomalies susceptibles d'infirmier sa validité. Elle tend donc à sous-estimer structurellement le risque, comme ce fut le cas avec la crise asiatique, l'importance des déficits extérieurs des pays et la faiblesse de l'expertise bancaire n'ayant pas été pleinement considérés par les investisseurs.

Une fois formulée, la convention se consolide par auto-renforcement mimétique : en faisant converger leurs actions, les intervenants créent une dynamique qui valide leurs croyances. Par exemple, les investissements en Asie ont stimulé l'économie, le crédit, validant ainsi la croyance au « miracle asiatique ». La convention est par ailleurs foncièrement anxiolytique : les investisseurs s'y appuient en toute tranquillité, sans devoir se référer constamment à l'opinion des autres. Elle exerce donc, de ce fait, une action stabilisatrice sur les marchés.

Elle ne peut toutefois durer indéfiniment, car elle subit le travail de sape des informations nouvelles qui menacent sa validité. Cela amène deux types d'intervenants à perturber les marchés : les « fondamentalistes sceptiques » et les « contrarians ». Les premiers, bons connaisseurs des fondamentaux, cherchent à tirer parti du différentiel entre les interprétations liées à la convention et ce qu'ils connaissent de l'économie réelle. Ils sont donc amenés à jouer ponctuellement contre les marchés. Orléan note que de tels intervenants sont considérés comme des ajusteurs de marché par la théorie de l'efficience – car ils ajustent leurs stratégies

à leur connaissance des fondamentaux –, mais qu'ils exercent en réalité une action déstabilisatrice en accroissant la volatilité des cours au-delà de celle permise par la convention. Le second type d'intervenant, le « contrarian », exerce une action encore bien plus déstabilisatrice que le premier, car sa stratégie consiste précisément à agir contre la convention. S'il estime que cette dernière est erronée (car il connaît aussi bien les fondamentaux que le fondamentaliste sceptique, mais n'hésite pas, quant à lui, à contrecarrer la convention) et qu'il agit à contre-courant, il peut réaliser des gains substantiels. Mais pour cela, il est nécessaire que sa stratégie apparaisse aux yeux de tous comme une nouvelle saillance. Autrement dit, pour l'emporter il doit être capable de formuler une nouvelle convention. Un exemple éloquent de ce type de stratégie est donné par l'attaque de George Soros contre la livre sterling en 1992, le charismatique spéculateur hongrois étant parvenu à convaincre le marché de la surévaluation de la monnaie britannique.

Le jeu des mécanismes cognitifs amène Orléan à distinguer trois phases dans la dynamique des marchés, marquée chacune par un type de rationalité spécifique⁸⁶. La première phase, dite de « stabilité conventionnelle », se caractérise par une grande stabilité du fait de l'adhésion des investisseurs à une convention ; celle-ci repose en grande partie sur les fondamentaux, mais peut s'en écarter sensiblement par le jeu de filtrage qu'elle opère sur les nouvelles informations. Au cours de phase suivante, dite « de questionnement stratégique », les fondamentalistes sceptiques et les « contrarians » se détachent de la convention. Puis, lorsque les comportements stratégiques se généralisent, intervient la phase de « crise autoréférentielle », au cours de laquelle la convention est détruite. Les investisseurs sombrent dans un comportement purement autoréférentiel : chacun se demande comment les autres vont réagir, tout en sachant que les autres sont confrontés à la même incertitude et donc examinent la question sous le même angle. Cette phase est donc marquée par un extrême mimétisme. En l'absence d'un cadre référentiel commun, les investisseurs ont les yeux rivés sur les cours du marché. Ils anticipent une prolongation de la tendance passée et précipitent les cours dans des abysses qui n'ont plus aucun rapport avec les fondamentaux.

Le modèle d'interprétation de Giraud

Giraud présente une analyse très proche de celle d'Orléan. Il postule que l'évaluation personnelle de chaque investisseur sur le cours des actions repose sur deux grands éléments :

- l'observation de paramètres reflétant les « fondamentaux » des entreprises : leurs profits passés, la croissance de leurs parts de marché, les innovations et les « business plans » annoncés, les taux d'intérêt, les chiffres publiés de la croissance économique, du chômage, de l'inflation.
- les « déclarations » des acteurs influents : les analyses et intentions des acteurs économiques – et tout particulièrement celles du dirigeant de la Fed – ainsi que les celles des experts et conseillers financiers.

Ces informations sont traduites par un « modèle d'interprétation » commun aux agents, permettant à chacun de se faire une opinion sur la « valeur réelle » du titre à partir de paramètres de type fondamentaliste, mais aussi des signaux émis par des acteurs influents.

Les modèles d'interprétation peuvent, pendant un certain temps, intégrer les informations nouvelles, sans que celles-ci les modifient. Dans ce cas les marchés présentent une certaine

⁸⁶ Orléan précise toutefois que cet enchaînement n'a rien de mécanique.

stabilité. Les informations nouvelles provoquent des fluctuations des prix de marché autour de la tendance déterminée par ce modèle dominant, mais le marché semble « efficient » au sens de la théorie traditionnelle, car le lien entre l'information et les prix de marché apparaît mécanique. Il arrive toutefois que certaines informations nouvelles deviennent incompatibles avec le cadre d'analyse dominant. Dans ce cas, elles provoquent une destruction du modèle, ce qui entraîne une forte déstabilisation du marché. Celui-ci retrouve sa stabilité dès lors qu'un nouveau modèle est parvenu à polariser autour de lui, par mimétisme, les modèles individuels des agents (Giraud, 2001).

Soros et la réflexivité

Soros (1998⁸⁷) adopte un point de vue légèrement différent de celui des deux autres auteurs. Il distingue deux types de relations fonctionnelles entre les investisseurs et les marchés : une « fonction cognitive » et une « fonction participative ». La fonction cognitive a pour action de développer une perception du marché chez les acteurs, sur la base d'une « tendance sous-jacente » observée ; cette perception évolue sous la forme d'un « biais dominant » qui affecte la participation des acteurs à travers la fonction participative. Il existe donc un mécanisme en boucle, mu par l'interaction de deux forces de direction opposée, que Soros nomme la « réflexivité ».

Cependant, les marchés ne sont pas soumis en permanence à ce mécanisme réflexif. Soros précise qu'il existe, selon lui, deux grandes catégories d'événements susceptibles d'influer sur les cours : les événements routiniers et les événements historiques. Les premiers sont des événements de moindre importance, qui sont correctement anticipés par les participants et n'affectent pas leur perception. Autrement dit, la fonction cognitive est ici une variable indépendante qui n'interagit pas avec la fonction participative, seule à être opérationnelle. Même en admettant qu'un mécanisme réflexif puisse lier les deux fonctions, il serait vite balayé comme un « bruit ». Le second type d'événement est d'un tout autre ordre. Intervenant à l'occasion d'un changement de fiscalité, de réglementation, ou plus généralement de posture des pouvoirs publics à l'égard de l'épargne et de l'investissement, il est interprété par les agents comme un processus historique. Dans ce cas, les deux fonctions opèrent simultanément, si bien que ni la vision des participants ni la situation à laquelle ils se réfèrent ne demeure identique à ce qu'elle était auparavant. C'est ce qui explique que les événements historiques ne se reproduisent jamais à l'identique.

Dans le cas des marchés boursiers, les fluctuations de grande amplitude se déclenchent de la façon suivante : l'impact primaire a lieu sur les prix des actions. A partir de là se noue une relation réflexive dans laquelle les cours sont déterminés à la fois par la tendance sous-jacente et le biais dominant, ces deux facteurs étant à leur tour influencés par les cours. Au cours de ce processus de changement historique, aucune des variables – prix des actions, tendance sous-jacente et biais dominant – ne demeure ce qu'elle était auparavant. Le plus souvent, les trois variables se renforcent mutuellement, tout d'abord dans une direction, puis dans l'autre, dans le cadre d'une configuration d'expansion/contraction (*boom/bust*). Soros conclut ainsi : *« ce qui est sûr, c'est que l'importance relative des transactions spéculatives tend à s'accroître dans le cours d'un développement d'une tendance qui s'auto-alimente. Le biais dominant est un biais de suivi de tendance. Plus la tendance persiste, plus le biais devient*

⁸⁷ George Soros n'est pas considéré comme un membre de la communauté académique. Nous considérons néanmoins que son expérience d'investisseur et la qualité de sa réflexion justifient sa place dans ce chapitre.

fort. Une fois que la tendance est établie, elle tend à persister et à se développer jusqu'à son terme. Quand arrive finalement le renversement, un processus d'auto-renforcement dans la direction opposée se met habituellement en marche. Les points de retournement ne peuvent pas être déterminés tant qu'ils ne sont pas apparus. (Soros, 1988).

Quelle que soit l'analyse présentée par chaque auteur, on constate qu'ils retiennent tous le principe d'un *cadre de référence commun* issu de l'intersubjectivité des agents, permettant à chacun de se forger une opinion sur les prix. Ce cadre de référence se fonde sur les fondamentaux, mais au travers d'une connaissance biaisée par une information incomplète et sélective. C'est pourquoi il ne s'effrite pas graduellement, à mesure qu'il intègre des informations nouvelles susceptibles de l'invalider. Sa destruction n'intervient qu'une fois que la majorité des agents perçoivent une modification radicale des fondamentaux. Elle est marquée par de profondes turbulences sur les marchés, qui peuvent prendre l'apparence d'un krach. Tout le problème est de savoir quel type d'événement est susceptible de produire un mécanisme de boom-bust sur les marchés, autrement dit comment un tel événement peut être distingué d'un « événement routinier » à la Soros. Car la hausse des prix d'un actif, sur un marché donné, ne permet pas d'affirmer avec certitude qu'il conduira à un épisode de *boom-bust*. Ce n'est qu'*a posteriori* que l'on est en mesure de le constater. De plus, comment savoir si les acteurs ont reconstitué un modèle dominant, et si les marchés retrouveront une quelconque stabilité après un krach ? On le voit, tout l'enjeu est d'explorer *les modalités de changement* de la perception des acteurs. Il y a là un vaste domaine de recherche sur les processus cognitifs, que les économistes ne pourront vraisemblablement pas explorer sans mobiliser d'autres disciplines, comme la psychologie, la sociologie ou l'anthropologie.

Processus cognitifs dans l'immobilier

Les réflexions menées jusqu'ici ont porté exclusivement sur les actifs boursiers. On peut donc se demander si la même démarche peut être appliquée aux actifs fonciers et immobiliers. À observer les épisodes de grande amplitude sur ces marchés au cours des deux dernières décennies, il est clair que des phases ascendantes ont été portées par des modèles d'interprétation partagés par l'ensemble des acteurs. A la « convention miracle asiatique » ou « convention Internet » d'Orléan a fait écho l'irréductible confiance en l'enrichissement par la terre, tout particulièrement là où les sols subissent les plus lourdes contraintes physiques : le très officiel⁸⁸ « mythe foncier » (*tochi shinwa*) au Japon, le « syndrome du petit pays » à Beyrouth ou encore le mythe de la pénurie foncière à Hong Kong.

Ces croyances n'étaient pas totalement erronées, puisque le foncier était – et reste – dans ces territoires une ressource limitée. Mais elles ont éclipsé une autre évidence : le fait que les droits à bâtir, eux, peuvent être considérablement développés, grâce aux performances techniques dans l'industrie de la construction. D'ailleurs, les épisodes de surproduction dans ces pays en apportent la preuve. Bien d'autres croyances populaires ont eu cours, également fondées sur des observations réelles mais largement grossies par les modèles d'interprétation, comme, par exemple, la croyance en une demande très forte d'Arabes du Golfe à Beyrouth, dans les années 1990, qui a conduit les promoteurs à construire plusieurs tours de logements de très grand standing, encore vides aujourd'hui (Aveline, 2000a).

⁸⁸ Mythe reposant sur l'idée d'exiguïté du territoire, mais également sur l'idée que les valeurs foncières ne peuvent qu'augmenter. Ce mythe n'est apparu dans les textes officiels qu'après l'effondrement de la bulle, les autorités l'ayant présenté comme l'ennemi à abattre.

Le rôle des pouvoirs publics, dans ces croyances populaires, est sans doute plus important encore sur les marchés immobiliers qu'à la Bourse. Les gouvernements sont en effet tenus de rendre des comptes sur leur gestion de l'occupation des sols, notamment quand les ménages ne parviennent plus à se loger. Ils sont donc amenés à resserrer périodiquement leurs dispositifs réglementaires quand leur légitimité politique est menacée. Leurs intentions sont alors clairement énoncées. Même si ces réformes s'avèrent parfois relever de la simple gesticulation, elles n'en envoient pas moins de nouveaux signaux aux marchés, qui entraînent une modification souvent radicale du cadre d'interprétation des intervenants. Si l'on en croit les journalistes de l'hebdomadaire *The Economist*, le président de la Fed envoie lui aussi, à l'occasion, des signaux en direction des marchés immobiliers. Alain Greenspan a été soupçonné, en 2003, par l'hebdomadaire britannique, d'entretenir par ses déclarations la spéculation sur les marchés du logement aux Etats-Unis : « *Alain Greenspan, who criticized the stock-market's « irrational exuberance » long before that particular bubble was fully inflated, is more sanguine about American house prices. He accepts that there are local hot spots, but dismisses the idea of a national housing bubble that could harm the whole economy if it bursts.... Alain Greenspan says that analogy between houseprices and the stockmarket bubble is a 'rather large stretch'. He needs to exercise his imagination* » (*The Economist*, mai 2003, p.10).

Par ailleurs, des enquêtes menées auprès de ménages américains, dans les années 1980, ont confirmé l'existence de rationalités auto-référentielles sur le marché du logement. Case et Shiller (1989) ont enquêté dans cinq villes de trois régions au marché contrasté : la Californie en plein boom immobilier (Anaheim et San Francisco), le Massachusetts (Boston) en proie à une sévère retombée de flambée foncière, et le Wisconsin (Milwaukee) où le marché était resté stable au cours des cinq années précédentes. Ils ont questionné des ménages sur les motivations les ayant conduit à acheter un logement. Les trois-quarts des ménages californiens ont invoqué la nécessité d'acheter au plus vite, avant que les prix immobiliers aient atteint des niveaux intolérables, tandis que seulement 28% avaient suivi le même raisonnement à Milwaukee. Dans un marché exposé à une flambée immobilière, les acheteurs ont donc tendance à se fier à l'évolution des prix, indépendamment de toute autre considération. C'est sur ces marchés, en effet, qu'apparaissent les mythes : illusion de pénurie de logements, certitude que les valeurs immobilières ne peuvent qu'augmenter. Ces mythes s'auto-alimentent, puisqu'ils contribuent à leur tour à la hausse des prix.

III-2. Théorie des bulles

Le renouvellement des approches, inspiré des travaux de Keynes, a donné naissance à une nouvelle théorie, celle des « bulles », qui a déjà fait couler beaucoup d'encre depuis ses quelque vingt années d'existence. Il n'existe pas de définition officielle d'une bulle, mais on admet communément qu'il s'agit d'un épisode temporaire de forte hausse des prix ne pouvant être expliqué par les fondamentaux. Tout comme les tremblements de terre, ces mécanismes ne peuvent être constatés qu'une fois que leur occurrence a occasionné des ravages.

Relecture des « grands classiques » des bulles

Plusieurs auteurs ont tenté de réinterpréter les épisodes historiques de flambée spéculative à la lumière cette nouvelle théorie. On a notamment réexaminé le cas de la « tulipomanie » au XVII^e siècle en Hollande (en 1625, un seul bulbe de tulipe s'échangeait contre un carrosse neuf et deux chevaux), ainsi que le mouvement d'amplitude exceptionnelle ayant frappé les titres de compagnies dotées d'un monopole commercial à l'étranger, au XVIII^e siècle: la

Compagnie britannique des Mers du Sud, fondée par Robert Haley, qui commerçait avec la majeure partie de l'Amérique du Sud et la Compagnie française du Mississipi, fondée par John Law, chargée d'exploiter des gisements dont on présumait l'existence en Louisiane.

La plupart des auteurs ont souligné le caractère irrationnel et purement mimétique des comportements de masse au cours de ces épisodes. Ils ont insisté sur la divergence de prix à laquelle ces mécanismes spéculatifs auraient conduit, ainsi que sur les graves conséquences macro-économiques qu'ont entraîné l'éclatement de ces « bulles ». Parmi ces analyses, la plus fréquemment citée est celle de Galbraith (1992), qui met en avant les phénomènes de mode, le manque de discernement des professionnels de la finance, voire la malhonnêteté de Haley et de Law.

Tous ne partagent pas cependant ce point de vue. Ainsi, Garber (1990) met en doute l'existence d'une divergence de prix dans les trois épisodes spéculatifs. Il démontre, à l'aide d'une analyse statistique reposant sur de longues séries historiques, que ces épisodes n'ont pas été suivis d'une modification substantielle des fondamentaux. Selon son analyse, les expériences financières de Law et Haley étaient des tentatives audacieuses et intelligentes dont l'échec s'explique par l'insuffisance des techniques financières. Les mouvements de grande amplitude ayant affecté le cours des assignats auraient donc reflété des anticipations très optimistes, mais plausibles. Autrement dit, ces bulles, loin d'être irrationnelles, auraient été générées par une forte rationalité économique des acteurs. Il conclut ainsi : *« it is curious that economists have accepted the failure of the experiments as proof that investors were foolishly and irrationnaly wrong »*.

Théorie des bulles rationnelles

La grande force de la théorie des bulles a été de se fonder sur l'hypothèse de rationalité des agents, en conservant le cadre conceptuel de l'économie néo-classique. C'est à Blanchard (1979) et Blanchard et Watson (1982) qu'il revient d'avoir formalisé les premiers modèles de « bulles rationnelles ».

Les auteurs reprennent l'approche financière traditionnelle, selon laquelle le prix d'un actif est égal à la valeur actualisée des flux futurs attendus. La formule est alors la suivante :

$$P_t = \frac{E_t(D_{t+1})}{(1+r)} + \frac{E_t(P_{t+1})}{(1+r)}$$

Où $E_t(.)$ est l'opérateur d'espérance mathématique conditionnelle à l'information disponible à la date t ; $E_t(D_{t+1})$ est la prévision du revenu fourni par l'actif ; $E_t(P_{t+1})$ le prix de revente anticipé et r le taux d'actualisation (taux d'intérêt + prime de risque) que l'on suppose constant.

Comme le prix de revente peut se calculer avec l'équation précédente, on lui substitue sa valeur en fonction du dividende et des prix futurs, puis l'on obtient l'équation suivante :

$$P_t = \sum_{i=1}^T \frac{E_t(D_{t+i})}{(1+r)^i} + \frac{E_t(P_{t+T})}{(1+r)^T}$$

En l'absence de bulle spéculative, la valeur de revente future tend vers zéro à l'horizon T infini. Le prix se calcule donc avec le premier terme de l'équation (F_t), qui admet une

solution unique. On retrouve ici la formulation de la méthode DCF présentée plus haut (I/II-1). Mais si l'on est en présence d'une bulle spéculative, la valeur de revente de l'actif ne peut plus être ramenée à zéro. L'équation admet alors une infinité de solutions correspondant à l'infinité de bulles spéculatives possibles. Le prix de l'actif devient :

$$P_t = F_t + B_t$$

où F_t est la valeur fondamentale et B_t l'élément de bulle, qui doit satisfaire certaines conditions restrictives pour que le prix P_t de l'actif reste positif.

Tirole (1985) a émis l'hypothèse qu'une bulle de ce type peut satisfaire un équilibre intergénérationnel : les agents jeunes, lorsqu'ils sont encore actifs, acceptent d'échanger une partie de leur ressources contre de la bulle, dans la perspective de réaliser la plus-value à leur retraite pour faire face à leurs vieux jours. Cette hypothèse n'est pas sans évoquer les effets du contre-choc démographique sur les nouvelles stratégies d'épargne des ménages, déjà évoqué en II/I-2.

Dans ce cadre théorique, la bulle rationnelle est parfaitement compatible avec l'équilibre des marchés. Elle n'est pas provoquée par un choc ni par l'imperfection de l'information. Elle est endogène, donc totalement imprévisible. Aucun acteur extérieur au marché ne peut anticiper son apparition ni la détruire.

Cette formalisation par Banchard et Watson a fait l'objet de plusieurs critiques. On lui a reproché, en particulier, de ne pas bien rendre compte de la dynamique des marchés d'actifs, régie par l'alternance de booms et de krachs. Diba et Grossman (1988) ont pointé les fortes restrictions du modèle, qui n'admet pas de bulles négatives – puisque de tels phénomènes entraîneraient des prix d'actifs négatifs – et, par suite, interdit à une bulle de se former après la création d'un actif puis de réapparaître après un krach.

Une seconde génération de modèles de bulles a donc vu le jour, à partir de la fin des années 1980, pour tenter de mieux « coller » à l'alternance de *boom-busts* observés sur les marchés d'actifs. Qu'il s'agisse des « bulles intrinsèques » (épisodes de sur-réaction des cours boursiers aux variations des dividendes) ou des bulles à plusieurs régimes, ces modèles admettent un dégonflement du mécanisme spéculatif. Mais comme la contrainte de positivité des prix d'actifs ne peut être remise en cause, ces bulles ne peuvent jamais complètement disparaître. Le dégonflement est toujours transitoire et incomplet, ce qui est éminemment contrafactuel (Raymond, 2004).

III-3. Les bulles dans l'immobilier

Les fortes amplitudes de prix constatées sur les marchés fonciers et immobiliers ont tout naturellement conduit à l'application de la théorie des bulles dans ce champ également. L'entreprise s'est avérée toutefois moins aisée qu'en économie financière, du fait de la piètre qualité des données et de la grande hétérogénéité des biens. Les modèles de bulle présentent donc une formalisation moins sophistiquée qu'en finance, qui s'explique également par le fait qu'ils se réfèrent très incomplètement à la théorie des bulles rationnelles. La démarche des analystes consiste le plus souvent à confronter des séries de prix observés sur le marché avec des valeurs « fondamentales » calculées par traitement statistique, selon un modèle d'interprétation exogène (puisque c'est l'analyste qui choisit les paramètres qu'il juge

déterminants pour calculer la valeur fondamentale). La divergence entre les deux séries de prix donne la mesure de la bulle.

Les méthodes utilisées

Trois grandes méthodes sont utilisées par les auteurs pour estimer les valeurs fondamentales. La plus classique est celle donnée par l'approche financière, qui fait de la valeur fondamentale la somme actualisée des flux de revenus futurs (V_0). Cette valeur, on l'a vu, est la somme de la valeur actualisée des rendements de l'actif (les rendements locatifs dans le cas de l'immobilier) et de la plus-value à la revente :

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{R_t}{(1+r)^t} + \frac{V_{net\ T}}{(1+r)^T}$$

On suppose que l'actif est détenu sur un horizon infini, que les marchés sont à l'équilibre et que les loyers suivent une progression constante dans le temps (projetée à partir du taux d'inflation à la période actuelle). De cette façon, le second terme de l'équation disparaît. Il ne reste alors plus qu'à choisir un taux d'actualisation pertinent, supposé également constant dans le temps. On retient généralement le taux des obligations d'Etat, auxquels on ajoute une prime de risque. Cette définition de la valeur fondamentale correspond à la DCF, méthode vers laquelle convergent aujourd'hui les expertises immobilières.

La seconde méthode définit implicitement la valeur fondamentale comme la résultante de grands déterminants macro-économiques et démographiques. On y trouve des paramètres de nature très diverses, assez variables d'un modèle à autre : taux d'intérêt long terme, fiscalité immobilière, structure de l'emploi, PIB régional ou national, densité démographique, prix du pétrole, coût de la construction, revenus des ménages...

Enfin, une dernière démarche, plus rarement suivie, a consisté à utiliser des formules hédoniques pour calculer des structures de prix et en inférer les écarts avec les prix observés.

Les tests de bulle

La plupart des modèles confirment l'existence de bulles sur les marchés étudiés. Dans cette catégorie, on pourra citer, parmi bien d'autres exemples, les travaux de Case sur le marché du logement à Boston (Case, 1986) ; de Noguchi sur les marchés fonciers commerciaux à Tôkyô et Osaka (Noguchi, 1994), de Nappi sur l'immobilier de bureaux à Paris (Nappi, 1994); de Hendershott sur l'immobilier de bureaux à Sydney (Hendershott, 2000), les marchés résidentiels dans les villes côtières des Etats-Unis (Hendershott *et alii* 2003) et en Nouvelle Zélande (Boussara, Hendershott, Murphy, 2001). Sans oublier les très officiels modèles de bulle de la Banque du Japon et de l'Agence de Planification Economique, sur lesquels nous aurons l'occasion de revenir plus loin.

Moins nombreux sont les tests invalidant l'hypothèse de bulle. On mentionnera, entre autres, les modèles de Ide (1992) et de Elderstein (2000) sur les terrains à Tôkyô; de Kim et Lee (2000) sur les marchés fonciers à Séoul; de Meese et Wallace (2003) sur le marché résidentiel parisien. Certains auteurs se sont par ailleurs exprimés contre l'hypothèse de bulle sans s'appuyer sur une démonstration économétrique. Miyao et Mera ont ainsi vivement

critiqué le modèle de Noguchi sur la bulle foncière au Japon. Miyao (1988, 1990, 1991, 1995) insiste sur les bienfaits de la flambée des actifs fonciers et boursiers, auxquels il attribue le dynamisme de la croissance recentrée sur le marché intérieur. Il critique donc la politique de resserrement du crédit menée en 1991 pour « casser la bulle ». Mera (1997) va plus loin, accusant les hauts fonctionnaires japonais d'avoir voulu, en détruisant la bulle, s'assurer des logements bon marché pour leurs vieux jours (!).

En France, Cornuel et Calcoen (1997) ont émis, comme alternative à la bulle dans l'immobilier résidentiel parisien, l'hypothèse d'un « cycle de statut » ayant conduit les ménages à passer du statut de locataire à celui de propriétaire. Ce cycle aurait été provoqué par la baisse nominale des taux d'intérêt. Il aurait été ensuite entretenu par la contraction de l'offre locative privée – due au désinvestissement des propriétaires-bailleurs – qui aurait poussé les ménages à accéder à la propriété.

Problèmes méthodologiques soulevés par des modèles de bulle

Ces tests statistiques de bulles posent plusieurs problèmes méthodologiques qu'il convient d'aborder ici.

Le calcul de la valeur fondamentale par la méthode DCF pose le problème redoutable de l'estimation future des rendements locatifs (ou de la valeur d'usage équivalente à ces loyers si le propriétaire est occupant) et de la valeur du bien à la revente.

S'agissant du premier terme de l'équation, peut-on raisonnablement penser que le taux de croissance des loyers restera constant, sachant que celui-ci dépend non seulement des cycles de l'économie mais également des cycles de l'immobilier ? Les premiers agissent sur la demande en bureaux des entreprises et sur les capacités financières des ménages, tandis que les seconds exercent leur effet sur l'offre et les taux de vacance immobiliers. L'incertitude est grande dans les deux cas. Par ailleurs, Giraud montre qu'il y a incertitude, mais aussi circularité, dans les segments supérieurs de l'immobilier de bureau : *« comment évaluer le prix du prestige qu'a pour une entreprise le fait d'avoir un siège social à une adresse prestigieuse, sachant que ce prestige dépend aussi du prix ? Comment savoir si ce prestige continuera à être évalué de la même manière par d'autres entreprises dans l'avenir, garantissant ainsi le maintien, voire l'augmentation, de la valeur de l'immeuble ? »*. (Giraud, 2001).

Venons-en au second terme de l'équation. Il convient d'abord de souligner le caractère paradoxal d'une démarche consistant à se placer sur un horizon infini pour calculer les valeurs fondamentales et de mettre en regard celles-ci avec une très courte série chronologique de prix observés. Le choix d'une faible durée d'observation tend à grossir le phénomène que l'on veut mettre en évidence. Cela est montré par la comparaison des modèles de la banque du Japon et de Ide, qui utilisent une formule identique mais des durées d'observation différentes. On constate qu'à l'échelle d'un demi-siècle, la « bulle » se réduit à un artéfact insignifiant dans le modèle d'Ide (graphique 6).

Une autre démarche contradictoire est de faire l'hypothèse d'une durée infinie de détention des actifs immobiliers tout en expliquant la bulle par un rétrécissement de l'horizon des investisseurs. Si les investisseurs adoptent une stratégie de marchand de biens et réalisent des plus-values à court terme au lieu de conserver indéfiniment leur patrimoine – comme ce fut le cas des investisseurs japonais partout dans le monde au cours des années 1980 et de

nombreux investisseurs institutionnels locaux, notamment à Paris –, alors on est tenu de conserver la seconde partie de l'équation. Ce qui implique la gageure d'actualiser la valeur escomptée de revente du bien. Le raisonnement tourne en boucle, on est dans une logique qui ne peut trouver de formalisation analytique. La seule chose que l'on peut constater, c'est le changement de stratégie des investisseurs et les dynamiques réflexives qu'ils impulsent.

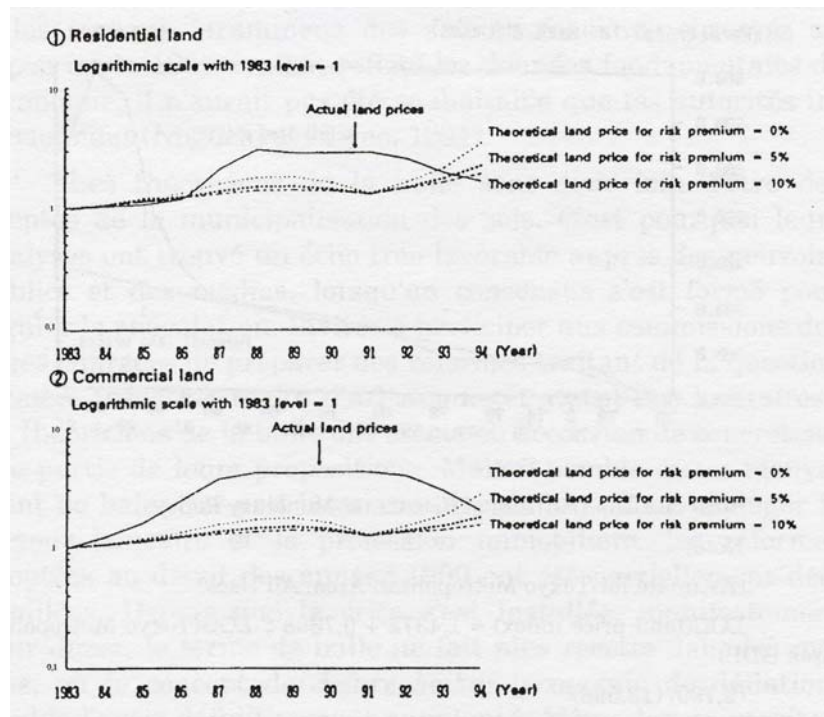
Examinons maintenant le second type de modèle. On peut formuler, en ce qui le concerne, les mêmes critiques que pour les formules de prix hédoniques. Le choix des paramètres est à la discrétion de l'analyste, qui peut oublier d'introduire dans son équation des paramètres essentiels. Cela est tout particulièrement vrai pour des modèles portant sur les prix fonciers. Le modèle de bulle de Noguchi au Japon en apporte une bonne illustration. Pour calculer les valeurs fondamentales des terrains dans les 47 préfectures japonaises, Noguchi a retenu les sept variables suivantes : la production brute rapportée au prix moyen du mètre carré de terrain pour chaque préfecture, les taux d'intérêt à long terme, le taux de croissance annuelle de la population, un ratio d'appartenance de la préfecture à l'île principale (Honshu, qui comprend les trois zones métropolitaines), la densité de population dans les préfectures avoisinantes et le poids des différents secteurs économiques dans la production préfectorale.

Il trouve une très forte corrélation entre ces valeurs fondamentales et les prix observés sur toute la période 1977-1987, dans 45 des 47 préfectures. Seules celles de Tôkyô et d'Osaka présentent une importante divergence entre les deux séries en fin de période, l'écart restant estimé à 50%⁸⁹ des valeurs théoriques en 1990.

Il nous semble que ce modèle fait l'impasse sur un déterminant essentiel du prix du sol : la réglementation. On sait à quel point les valeurs foncières dépendent des règles d'occupation des sols, définissant le volume et la nature (logements, bureaux...) des surfaces bâties autorisées sur chaque terrain. Or, ces règles ont été considérablement libéralisées à Tôkyô et Osaka dans les années 1985-1989, ce qui a généré un flux massif de nouvelles surfaces à construire. Si Noguchi avait introduit dans son équation un paramètre permettant de capturer tout ou partie de ces flux, la divergence avec les prix observés en 1990, dans les deux préfectures, aurait sans doute été bien plus modeste. On pourra arguer qu'un tel paramètre n'a rien à voir avec la demande de foncier, observée du point de vue macro-économique. Certes, mais l'on ne peut faire totalement l'impasse sur les cycles de la production immobilière, qui agissent eux aussi sur la demande de terrains. En définitive, le modèle de Noguchi ignore la particularité majeure de la flambée foncière des années 1985-1991 à Tôkyô et Osaka, à savoir les contraintes extrêmes de la structure parcellaire. Même si les acheteurs de terrains étaient sans conteste trop optimistes quant à la demande de nouvelles surfaces bâties à l'échelle de l'agglomération, leurs anticipations de hausse des prix fonciers étaient justifiées par les gigantesques sauts d'échelle auxquels conduisaient les remembrements parcellaires.

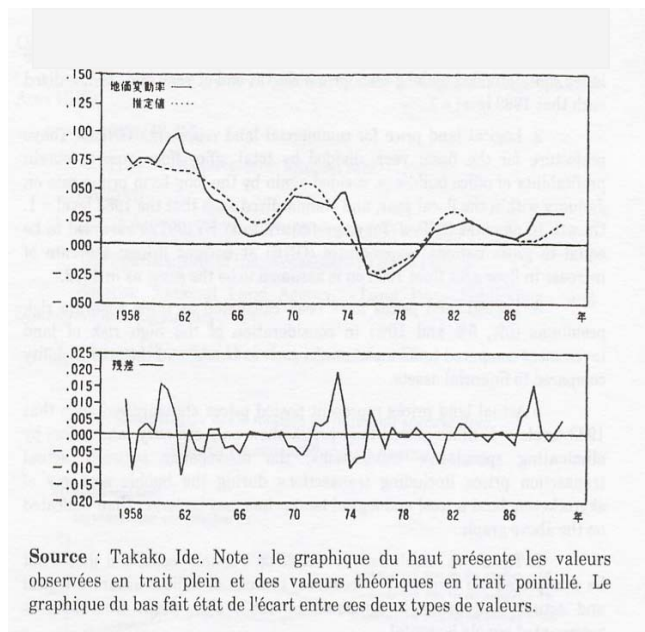
⁸⁹ Les valeurs observées étaient supérieures de 46% aux valeurs fondamentales à Tokyo et de 53% à Osaka.

Graphique 5. Les modèles officiels de bulle au Japon



Source : Agence de Planification Economique

Graphique 6. Modèle invalidant l'hypothèse de bulle par la DCF



Quelle conclusion peut-on tirer de ces modèles de bulle ? Les critiques méthodologiques formulées ici mettent l'accent sur deux problèmes de fond : la difficulté à adapter des modèles financiers à une industrie ayant ses propres dynamiques de production et le caractère arbitraire de modèles d'anticipation de nature exogène. Toutefois, la véritable question n'est pas là. Les modèles avec anticipations endogènes issues de la théorie de bulle rationnelle restent eux aussi fondés sur la croyance irréductible en une valeur fondamentale, intrinsèque, reposant sur des données intangibles. Or, si l'on admet qu'il existe des interactions entre les prix observés et les fondamentaux, comment mesurer la divergence des prix ? La difficulté est plus grande encore si l'on considère, avec Orléan, que les fondamentaux eux-mêmes ne sont pas parfaitement observables, sauf sous une forme biaisée par les interprétations des participants.

Les prix du marché et leur évolution sont en effet aussi une information « fondamentale », puisqu'ils reflètent ce que les acteurs pensent des fondamentaux. Tout va alors dépendre du degré de confiance respectif que chacun accorde à sa propre évaluation des fondamentaux et à celle des autres.

On peut donc concevoir que les marchés sont soumis non pas à un seul équilibre – « un » prix fondamental autour duquel la bulle fait osciller le prix du marché –, mais à de multiples équilibres, du fait de l'incertitude sur leur évolution future. Comment expliquer, sinon, ce que Stiglitz (1990) nomme le « equity-premium puzzle », c'est-à-dire le fait qu'un individu s'étant constitué un portefeuille d'actions au fil des ans depuis 1926 serait aujourd'hui sensiblement plus riche que le propriétaire d'un portefeuille d'obligations acquises au cours de la même période?

Si l'on admet qu'il existe une circularité entre prix et marché, on doit alors se défaire du concept de valeur intrinsèque et l'on doit se résoudre, en conséquence, à ne pas pouvoir mesurer les bulles. Les recherches théoriques et empiriques sur la spéculation en économie immobilière devraient donc plutôt poursuivre la voie engagée par Case et Shiller sur les processus cognitifs chez les acheteurs. Elle devrait s'intéresser de plus près à l'enchaînement des mouvements séquentiels et des points de rupture identifiés par Orléan et Soros. Elle gagnerait beaucoup, également, à se pencher sur les modalités du formatage de l'information immobilière, en étudiant notamment le rôle de la presse et des intermédiaires de l'immobilier (agences immobilières, financiers, notaires) dans la formation des modèles d'interprétation.

III-4-Evolution de la notion de spéculation

Le développement de la finance de marché et l'apparition consécutive de la théorie des bulles ont concouru à modifier la perception de la spéculation. Deux tendances contradictoires se sont fait jour : on observe tout à la fois une banalisation de la spéculation et une instrumentalisation politique de la figure du spéculateur.

Banalisation de la spéculation

Avec l'intégration croissante de l'économie et de la finance mondialisée, la spéculation est devenue une composante intrinsèque aux marchés. Car elle est désormais indispensable pour garantir la liquidité des marchés et pour prémunir les industriels contre deux grands risques que la globalisation financière a fortement accru : la fluctuation du prix des matières premières et les risques de change. Options d'achat, options de vente, *swaps* et marchés dérivés sont devenus des instruments courants pour se prémunir des risques en les transférant à des « teneurs de marché », autrement dit à des spéculateurs. On est donc bien tenu

d'admettre que ceux-ci exercent également une action stabilisatrice sur les marchés.

Dans le domaine de l'aménagement urbain, on commence à considérer, en France, la spéculation comme un signe de bonne santé des marchés, voire un moteur potentiel pour la requalification des quartiers. Dans un article paru récemment dans *Etudes Foncières*, Antoine Givaudan s'exprimait ainsi : *«contrairement à une vieille idée, la plupart des signes de spéculation foncière sont des signes de santé révélant une certaine fièvre, comme un adolescent en connaît au cours de ses périodes de croissance. Ils manifestent une convoitise nouvelle en faveur d'espaces jusqu'alors délaissés par les agents économiques en quête d'investissement et de profit [...] Il faut s'en réjouir au lieu de s'en plaindre et du côté de la collectivité publique, savoir aussi mais raisonnablement en profiter»* (Givaudan, 2002). Cette « prise de conscience » s'explique par le changement d'orientation des politiques urbaines. L'intervention publique a jusqu'ici porté sur les espaces non bâtis des périphéries des villes, mais tend à se focaliser désormais sur les espaces centraux ou péricentraux (friches industrielles, zones d'habitat dégradées, grands ensembles HLM), dont le recyclage ne peut être « naturellement » assumé par le marché. Le traitement de ces espaces impose de lancer des processus de valorisation foncière susceptibles d'attirer les investissements privés. Dans ce cas, la spéculation exerce un rôle régulateur en attirant les « teneurs de marché », c'est-à-dire ceux qui acceptent de prendre le risque de requalifier la zone.

Dans d'autres pays, comme le Japon, tous les outils d'intervention foncière reposent sur une anticipation de la montée des futurs prix de terrains, autrement dit sur des anticipations spéculatives. Le renouvellement urbain n'est pas une nouveauté, puisque l'on ne cesse de reconstruire les espaces bâtis, en profitant à chaque fois d'une augmentation de la volumétrie autorisée. La « spéculation foncière » est donc restée longtemps pratiquée par tout un chacun, de l'innocent particulier au plus requin des *yakuza*. C'est d'ailleurs, comme nous le verrons plus loin (III/II-2), la principale raison qui explique la progression spectaculaire du prix du sol dans ce pays de 1950 à 1991.

La figure du spéculateur qui s'enrichit « en dormant » n'est pour autant pas morte. Même au Japon, elle est brandie à chaque épisode de flambée foncière, quand la dégradation des conditions de logement vient à écorner la légitimité du gouvernement. La persistance de cette image s'explique par l'extrême inégalité des plus-values que génère le foncier, caractéristique qu'il partage avec la finance. On perçoit en effet la détention des actifs fonciers et boursiers comme une activité parasitaire, qui profiterait indûment des bénéfices issus de la seule source de richesses, la sphère productive (Giraud, 2001). C'est pourquoi le charismatique Bill Gates, industriel de son état, n'est pas considéré comme un spectateur ou un parasite, contrairement à Georges Soros, pourtant bien moins fortuné que lui. Qui sait que juste avant Bill Gates, l'industriel le plus riche du monde était Yoshiyaki Tsutsumi, le PDG du groupe ferroviaire japonais Seibu ? En 1987, le magazine *Forbes* évaluait la fortune personnelle de Tsutsumi à 21 milliards de dollars, soit l'équivalent du PIB de l'Etat d'Israël. L'intéressé s'est bien gardé de tomber dans le battage médiatique et pour cause : sa fortune reposait sur un gigantesque patrimoine foncier – estimé par certaines sources à 14 895 hectares –, acquis à bas prix par son père dans l'avant-guerre et sur lequel il s'acquittait d'un impôt très faible ⁹⁰.

⁹⁰ Une grande partie du patrimoine foncier de Yoshiyaki Tsutsumi est détenue par la société Kokudo (non cotée en bourse), dont la majorité des parts est détenue par la famille Tsutsumi. L'inscription comptable au coût historique de ces terrains achetés à bas prix par le père de Yoshiyaki, Yasujirô Tsutsumi, au cours de la période 1920-1950, a permis de réduire considérablement le montant imposable sur ces terrains (Aveline, 2003).

Instrumentalisation politique de la bulle, le cas exemplaire du Japon

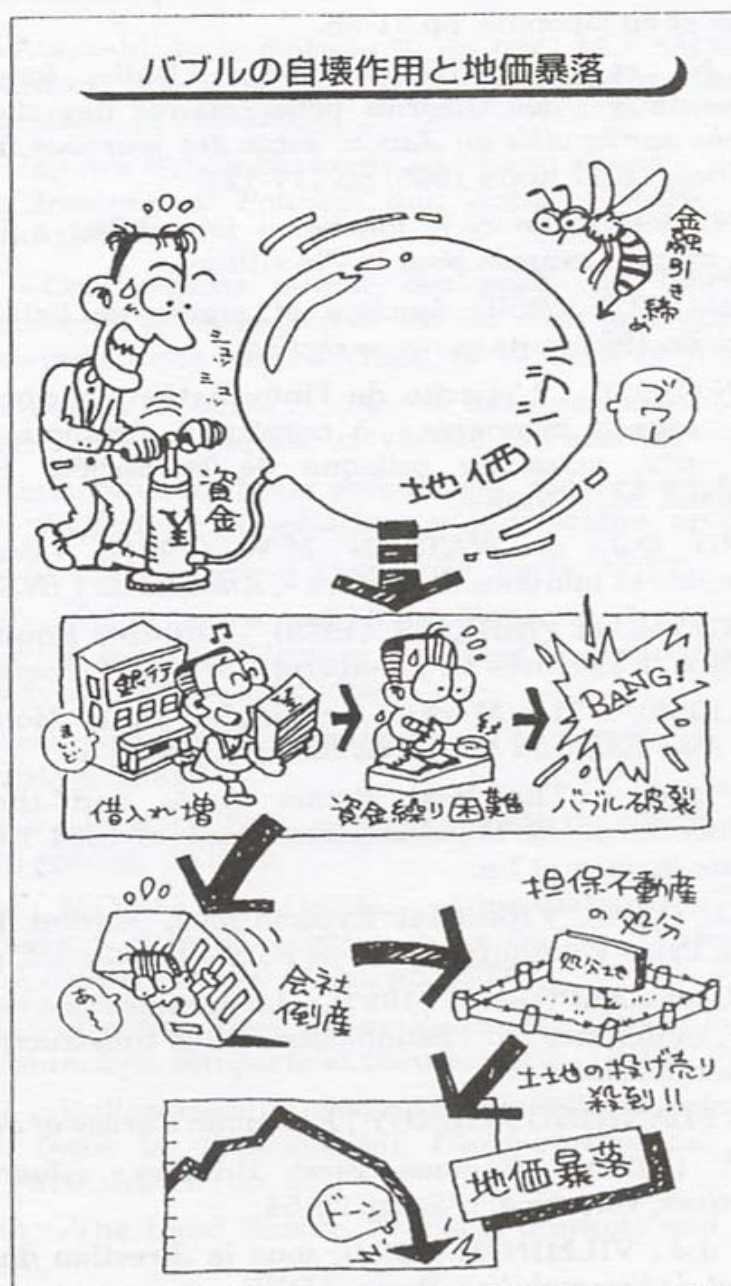
Il devient tout particulièrement délicat d'être un grand propriétaire foncier quand les autorités décident d'en découdre avec un mécanisme spéculatif. C'est qui s'est passé au Japon au début des années 1990, lorsque le gouvernement a délibérément utilisé la théorie de la bulle pour signaler aux opérateurs du marché sa détermination à combattre la spéculation.

Alors que des travaux étaient menés aux États-Unis depuis le début des années 1980 sur les bulles financières, le terme de « bulle » n'a guère été évoqué dans la presse japonaise pendant les quatre années d'euphorie spéculative, de 1985 à 1989. Il faut dire qu'à cette époque, rares étaient ceux qui envisageaient sérieusement l'hypothèse d'un retournement des marchés. Ce n'est qu'à partir du moment où le gouvernement a décidé de réagir contre le mécanisme spéculatif, que la notion de « bulle » s'est généralisée : alors qu'elle n'avait été mentionnée que 194 fois en 1990, dans le principal quotidien économique (*Nihon Keizai Shimbun*), la bulle s'est trouvée citée 3475 fois dans le même quotidien en 1992. Au même moment, les rayons des librairies se remplissaient d'ouvrages grand public sur la « bulle foncière ». Pour appuyer sa démarche anti-spéculative, le gouvernement a adopté sa propre version de la bulle, en prenant de grandes libertés avec la théorie. En témoigne la définition officielle donnée par l'Institute of Fiscal and Monetary Policy: « *as it is now used in Japan [...] the term bubble refers to more than the existence of a deviation between actual and theoretical asset prices. In effect, it has gained wide currency as a key word symbolising the immense impact and eventual collapse in inflated asset prices, but of such magnitude that it has an impact on the livelihoods of many people and interferes with a nation's normal economic management* ».

Dans la sphère politique, le débat s'est alors polarisé entre deux grands courants : les partisans de l'hypothèse de bulle – qui avaient la faveur du gouvernement – d'une part ; ceux qui contestaient d'autre part l'existence d'un mécanisme spéculatif et expliquaient les niveaux élevés des valeurs foncières par les grands ajustements économiques post-pétroliers. Bien qu'une majorité d'urbanistes et d'architectes avaient constaté publiquement les effets ravageurs du mécanisme spéculatif dans l'espace urbain, les media n'ont répercuté que la discussion entre économistes et tout particulièrement entre les deux chefs de file des courants antagonistes : d'un côté, Yukio Noguchi, concepteur comme on l'a vu d'un modèle de bulle et auteur d'un manuel de référence sur l'économie de bulle (*Baburu no keizaigaku*) ; de l'autre, Takahito Miyao (cité plus haut également), chef de file des « fondamentalistes ».

Le soutien du gouvernement à la théorie de la bulle s'est pas traduit pour autant par une avancée de la recherche dans ce domaine. Les travaux donnant lieu à formalisation se comptent sur les doigts d'une main et même l'ouvrage de Noguchi ne comporte qu'un maigre chapitre théorique sur les bulles. En outre, la plupart des tests de bulle pâtissent d'une extrême simplification des hypothèses et des paramètres. Dans les documents officiels, on en vient même à oublier toute précaution méthodologique en mettant en regard l'évolution du PIB – qui n'est qu'un des multiples facteurs pris en compte dans les modèles académiques – et les prix fonciers, pour illustrer la bulle. La connotation « manga » de ce terme (schéma 6) et sa consonance anglo-saxonne (le terme *baburu* issu de l'anglo-américain *bubble* est préféré au mot japonais correspondant, *awa*) lui confèrent en outre un riche potentiel médiatique, dont la presse et les éditeurs ont fait leurs choux gras.

Schéma 6 . La représentation de la bulle en manga



Ce *manga*, issu d'un ouvrage de vulgarisation économique, présente ainsi le mécanisme de boom/bust des valeurs foncières au Japon : tout d'abord, un homme (banquier, emprunteur ?) procède au gonflement de la bulle au moyen d'une pompe à yens. L'abeille du resserrement du crédit vient alors crever la bulle. Un emprunteur, sorti de la banque une liasse de billets à la main se retrouve alors en difficulté pour rembourser son crédit. Il fait faillite, puis le terrain utilisé comme garantie est récupéré pour la résorption de sa dette. Pour finir, la vente forcée du terrain entraîne la chute des prix fonciers.

Cette schématisation extrême de la théorie de la bulle ne doit pas surprendre. L'enjeu n'est en effet pas scientifique, mais politique. Les interrogations sur la nature du cycle foncier n'ont pas pour objet de reformuler des pronostics sur l'avenir de l'immobilier, mais d'apporter une lisibilité au phénomène étudié pour légitimer la politique anti-spéculative du gouvernement.

Derrière l'opposition entre « bullistes » et « fondamentalistes » se profilent deux options de politiques foncières que tout oppose. Les premiers préconisent le renforcement de la réglementation à tous niveaux : augmentation des taxes sur les plus-values foncières, contrôle plus strict du zonage et des règles de construction, resserrement du crédit immobilier, contrôle des transactions foncières. Les seconds prônent au contraire un retrait plus accusé de l'intervention publique et un assouplissement des règles d'urbanisme pour faciliter les grands ajustements économiques. Les deux courants ne se rejoignent que sur deux points : la nécessité d'alourdir l'impôt foncier (taxe annuelle sur la propriété des sols) et de libéraliser la réglementation des baux fonciers. Nous verrons plus loin, qu'en définitive, le gouvernement n'a pas véritablement tranché le débat, car ses mesures ont été trop tièdes pour satisfaire les tenants de la bulle, malgré la forte médiatisation de sa posture anti-spéculative.

IV. Les cycles dans l'immobilier

La théorie des cycles immobiliers est bien plus ancienne que celle des bulles, mais elle a été, elle aussi, mise à l'épreuve par les épisodes synchrones de *boom-busts* intervenus récemment sur les marchés immobiliers.

IV-1. Cycles immobiliers et cycles économiques

Les premières recherches sur les cycles immobiliers sont tout naturellement apparues dans les pays où les valeurs immobilières présentaient périodiquement des mouvements spectaculaires d'expansion-contraction, comme les Etats-Unis et la Grande Bretagne.

C'est Kuznets (1930) qui a le premier identifié, aux Etats-Unis, des cycles immobiliers de longue durée (supérieure à 20 ans), distincts des cycles courts (3-4 ans) dus aux fluctuations de la construction immobilière. L'analyse de ces cycles longs a ensuite connu un fort développement au cours des années 1930 et 1940, en particulier aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne. Après la seconde guerre mondiale, on a cru pendant un temps que les cycles immobiliers allaient perdre de leur importance. Mais ces derniers ont connu un retour en force dans les années 1960 et 1970, conduisant les analystes à réexplorer la relation entre activité immobilière et croissance économique. La démarche restait toutefois la même que dans l'avant-guerre : la récurrence des cycles était expliquée par des facteurs exogènes, de nature économique et démographique.

Barras (1982) a renouvelé ces approches en mettant l'accent sur l'importance des facteurs endogènes dans la formation des cycles immobiliers. Il a mis en évidence le rôle majeur des délais de construction dans la dynamique des cycles immobiliers en Grande-Bretagne : les promoteurs lancent leurs opérations lors de la phase d'expansion du cycle, ce qui contribue à saturer le marché ; lorsque leurs opérations sortent de terre, plusieurs années après, le marché s'est déjà retourné. D'où la persistance du taux de vacance élevés, jusqu'à l'absorption complète des projets lancés pendant la phase d'expansion. Barras ne négligeait pas les facteurs économiques exogènes, comme l'évolution de la demande, du coût de construction, des conditions d'accès au crédit et des outils des politiques publiques, dont l'interaction avec les facteurs endogènes pouvait tempérer ou renforcer l'amplitude des cycles. Toutefois, les

évolutions macroéconomiques étaient envisagées dans le contexte keynésien de l'après-guerre, c'est-à-dire dans le cadre d'une relative autonomie et stabilité des économies nationales. L'éclatement du système de Bretton Woods, puis l'internationalisation de la finance, ont radicalement modifié les contextes macro-économiques nationaux.

La théorie des cycles est confrontée, désormais, aux perturbations majeures occasionnées, à l'échelon des marchés immobiliers locaux, par les mouvements internationaux de capitaux, la volatilité des taux d'intérêt (réels et nominaux) et des taux de change des monnaies, les arbitrages mondiaux entre les différents placements financiers. Elle doit tenir compte, également, des autres effets de la mondialisation sur les marchés immobiliers locaux : les rapides changements structurels des grandes villes mondiales et les choix des multinationales pour l'implantation de leurs structures productives (Dehesh, Pugh, 2000).

Dans ces conditions, il n'est pas étonnant que la recherche sur les cycles immobiliers ait été éclipsée par les travaux sur les bulles spéculatives au cours des années 1990. Elle a bien tenté d'éclairer le rapport entre cycles immobiliers et grands phénomènes macro-économiques, mais sans accomplir d'amples progrès dans ce domaine. On ne sait pas, par exemple, dans quelle mesure et dans quelles conditions une phase d'expansion économique est susceptible de provoquer une hausse de la demande de logements et de bureaux. Il en va de même pour le fameux « effet richesse » que la croissance d'un cycle immobilier est supposée induire. L'effet de la richesse sur les comportements de consommation des ménages est habituellement analysé dans le cadre de l'hypothèse du revenu permanent ou du modèle du cycle de vie, dans lequel le niveau de la consommation dépend du revenu permanent des ménages, c'est-à-dire des flux de revenus du travail actuel et anticipé, auxquels s'ajoutent l'encours du patrimoine (Boone, Girouard, 2000). Selon cette approche, les ménages sont supposés lisser leurs dépenses au cours de leur vie, en empruntant dans un premier temps, en épargnant ensuite au milieu de vie active, puis en réduisant leur épargne au cours de leurs dernières années. Un accroissement inattendu de leur patrimoine (immobilier ou financier) devrait donc les amener à répartir ce surcroît de richesse sur les années qui leur restent, en dépensant un peu plus et en épargnant un peu moins.

L'« effet richesse » est toutefois ambigu dans le cas des actifs immobiliers. Les propriétaires occupants peuvent être tentés de réduire leur épargne – et donc de consommer davantage – s'ils perçoivent la hausse de valeur de leur patrimoine comme un enrichissement qui les met à l'abri du besoin. Mais les candidats à l'accession à la propriété seront quant à eux tenus de consentir un plus gros effort d'épargne pour pallier la hausse des valeurs immobilières. À moins qu'ils ne renoncent à l'acquisition d'un logement, si les niveaux de prix dépassent leur seuil de solvabilité, auquel cas ils pourront consacrer une part supérieure de leurs revenus à la consommation. « L'effet richesse » n'a donc à l'évidence rien de mécanique. En outre, même en l'absence d'un effet de ce type, la hausse des valeurs immobilières peut entraîner une poussée de consommation par le biais d'une offre plus abondante de crédit, les ménages étant solvabilités par des *collaterals*⁹¹ en hausse.

Une étude menée par l'OCDE ont montré de fortes corrélations entre les marchés du logement et les performances économiques générales dans la plupart des pays membres depuis les années 1960 (OCDE, 2000⁹²). Par ailleurs, Case, Quinley et Shiller (2001) ont cherché à

⁹¹ Le *collateral* est le bien garantissant le crédit.

⁹² Le Japon, la France et l'Italie ne présentent une forte corrélation entre cycles immobiliers résidentiels et cycles économiques que depuis 1980.

comparer l'effet des variations de prix dans l'immobilier résidentiel et à la Bourse sur les comportements des consommateurs américains au cours de la période 1982-1999. Leur analyse montre un effet richesse statistiquement significatif pour les deux catégories d'actifs, mais l'immobilier résidentiel a un impact doublement supérieur à celui de la Bourse sur la consommation des ménages. Ainsi, une hausse de 10% des prix des logements entraîne une augmentation de la consommation de 0,6%, contre seulement 0,3% pour une même prise de valeur des actions. Les mêmes auteurs ont élargi leur étude comparative à 13 pays d'Europe de l'ouest sur la période 1975-1990. Le résultat est encore plus contrasté que pour les Etats-Unis, puisque l'effet sur la consommation d'une hausse de 10% des valeurs résidentielles accroît en moyenne la consommation de 1,4%, alors qu'une augmentation similaire du prix des actions ne modifie pas significativement le comportement des consommateurs. Pourquoi une telle différence entre les deux catégories d'actifs ? Deux grands facteurs expliquent l'importance plus grande de l'effet richesse issu des actifs immobiliers : la taille très supérieure de l'investissement résidentiel, d'une part, qui sensibilise davantage les ménages à l'évolution des valeurs immobilières ; la moindre volatilité de ces marchés, d'autre part, qui fait percevoir la hausse de valeur plus durable qu'à la Bourse.

IV-2. Caractères des cycles immobiliers

La recherche a néanmoins fait preuve d'une incontestable avancée dans la connaissance des dynamiques intrinsèques aux cycles immobiliers, en explorant notamment le rôle du crédit et l'influence de nouveaux facteurs endogènes.

Les cycles immobiliers se caractérisent par des épisodes récurrents de surproduction, suivis de phases persistantes de déclin, qui se traduisent par la succession de taux de vacance anormalement bas puis élevés, notamment dans le secteur du bureau. En clair, cela signifie que les ajustements ne s'effectuent pas par les loyers. Pourquoi les promoteurs continuent-ils de construire quand le marché est en voie de saturation ? Comment expliquer la persistance de taux de vacance élevés, alors qu'une baisse des loyers suffirait à absorber les surfaces en excès ?

L'argument des longs délais de construction, avancé par Barras, n'est plus suffisant pour expliquer le comportement des promoteurs. Ceux-ci devraient logiquement les anticiper, car ils sont supposés en avoir une parfaite connaissance. Si l'on ne peut exclure totalement qu'ils puissent faire preuve de myopie, compte tenu de ce que l'on a vu sur les « conventions » ou les « modèles d'interprétations », on ne peut plus faire reposer le raisonnement sur ce seul facteur endogène. Grenadier fait d'ailleurs observer que des taux de vacance persistants s'observent également dans l'immobilier industriel aux Etats-Unis (persistance de la déviation du taux de vacance par rapport à l'équilibre de 55%, au cours de la première année, contre 35% pour le logement et 75% pour le bureau), alors que les délais de construction y sont inférieurs à un an. Dans le cas du Japon, en revanche, l'argument conserve toute sa pertinence. Les délais de réalisation d'un projet y sont en effet extrêmement longs dans les tissus morcelés des centres urbains, en raison des négociations qu'il faut engager avec les centaines d'ayants droit fonciers. Il n'est pas rare qu'une opération complexe requière plus de 15 ans pour sortir de terre⁹³. Dans ce cas, l'incertitude est très grande pour le promoteur. Un bon moyen de minimiser le risque consiste à lancer un produit inédit, qui rencontrera du

⁹³ On notera que ce n'est pas le cas des nombreuses opérations réalisées récemment le long de la ligne Yamanote, sur les friches ferroviaires de l'ex-compagnie publique JNR, qui ont permis la réalisation très rapide de grandes opérations sur des parcelles d'un seul tenant.

succès du fait de sa rareté, même s'il entre sur un marché saturé ou morose. C'est typiquement la stratégie du promoteur japonais Mori Biru, bien connu pour sa spécialisation dans les remembrements fonciers de grande envergure. Ce promoteur a construit les premières grandes tours de bureaux au Japon et a été précurseur dans l'aménagement d'opérations complexes avec du logement et des commerces au centre de Tôkyô⁹⁴. Bien évidemment, une telle stratégie suppose de solides appuis politiques pour obtenir les permis de construire ainsi que des moyens de communication qui ne sont pas à la portée du petit promoteur⁹⁵.

Puisque la production de surfaces en excès ne peut s'expliquer uniquement par les délais de réalisation des projets ni par la myopie des opérateurs, à quoi peut donc tenir la récurrence de ces phénomènes ?

La persistance des taux de vacance élevés dans l'immobilier de bureau

Grenadier (1995) a tenté d'apporter une explication à ce phénomène. Selon lui la vacance persistante sur le marché locatif des bureaux serait due au coût élevé de la nouvelle mise en location pour le bailleur. Celui-ci doit en effet prendre en charge tout une série de frais à cette occasion (appelés « coût d'ajustement ») : les travaux nécessaires à l'installation du nouveau locataire, la rémunération des intermédiaires (agence immobilière, notaire, etc....) et le coût de l'information. Sur un marché locatif au futur prévisible, il suffirait au bailleur de mettre ses surfaces vacantes en location, après avoir incorporé l'ensemble des frais dans le montant du loyer. Mais en réalité, il est retenu par l'incertitude sur le comportement à venir de son locataire. Toute nouvelle vacance entraînerait, en effet, un nouveau coût d'ajustement, qui se cumulerait avec les recettes non encaissées. Dans une chaîne d'actions de ce type, la valeur actualisée de l'ajustement devient alors très élevée. Le propriétaire sera tenté de ne pas louer tout de suite lorsque le cycle est au plus bas, mais plutôt d'attendre que les loyers remontent à un niveau suffisamment élevé pour incorporer une valeur actualisée d'ajustement compatible avec le risque de défaillance future du locataire. On se trouve donc en présence non pas d'un ajustement flexible et continu, mais d'un ajustement *par paliers*, en fonction de l'option que prend le propriétaire de louer ou non. Une fois que l'option de louer est prise, il devient coûteux de laisser le locataire partir. Si celui-ci en témoigne le souhait, le propriétaire cherchera à le conserver en lui offrant des services supplémentaires.

Grenadier insiste sur l'importance de deux facteurs dans ce phénomène d'inertie locative : le coût d'ajustement et la volatilité du segment de marché considéré. Tout alourdissement du coût d'ajustement a des chances de se traduire par une plus grande persistance de la vacance. Il en va de même avec un accroissement de l'incertitude sur l'avenir économique d'une agglomération, voire d'un secteur d'activité. Grenadier observe que les secteurs de la finance et de l'industrie manufacturière aux Etats-Unis sont les plus exposés à ce type d'inertie, car les taux de croissance des profits y sont plus volatiles que dans les autres industries. Donc ce sont avant tout les segments du bureau supérieur et des locaux industriels qui sont les plus concernés par des taux de vacance persistants...

⁹⁴ Le promoteur Mori Biru a construit le projet « Arc Hills » sur le modèle du World Trade Center, ainsi que deux opérations phares (logements-bureaux-commerces) dans les années 1990 : Atago et Roppongi Hills.

⁹⁵ Une visite du chantier de Roppongi Hills été organisée en 2001. Parmi les invités figurait le premier ministre Junichiro Koizumi.

On peut penser, néanmoins, que l'expansion de la titrisation immobilière modifiera ces comportements. Car, ainsi que le remarque Williams (1999), les investisseurs institutionnels louent à plus bas niveau que les autres car ils ont horreur du vide. Les gestionnaires de fonds ne peuvent, en effet, offrir à leurs actionnaires les rendements escomptés – ou des rendements tout court – s'ils font trop souvent le choix de laisser les surfaces vacantes.

Cycle immobilier et crédit

Plusieurs auteurs ont par ailleurs avancé l'idée que certains types de prêts, plus couramment octroyés au secteur immobilier, étaient responsables de l'amplitude des cycles. Il s'agit des prêts sans recours (*non recourse lending*), qui ne sont garantis que par le projet qu'ils financent. Si le promoteur est défaillant, la banque ne peut recouvrer sa créance qu'en vendant le bien. Dans la mesure où les promoteurs ne sont pas engagés, ils ont tout intérêt à continuer de construire tant qu'ils trouvent des banquiers pour les suivre. Grenadier conteste cet argument au motif que le banquier n'est pas plus myope que le promoteur : ayant lui aussi une expérience des cycles immobiliers, il tend à exiger des garanties supplémentaires s'il pressent un retournement imminent du marché. Grenadier note d'ailleurs que des cycles de grande envergure ont été observés dans des pays où ce type de crédit est peu fréquent, voire inexistant, comme le Canada, auquel nous ajoutons le Japon⁹⁶.

Il n'y a aucune raison de penser que banquiers soient moins exposés que les autres acteurs au panurgisme et à l'amnésie, quand ils adhèrent à la « convention » du moment. Collyns et Senhadji (2002) ont montré que les banquiers avaient systématiquement tendance à sous-estimer le risque prêteur quand un marché est soumis à une hausse durable des valeurs immobilières. Mais ceux-ci peuvent avoir d'autres motivations, comme celle de percevoir des commissions substantielles sur les volumes de crédit immobilier consentis. On se trouve là face à un problème identique à celui que connaît la nouvelle gouvernance d'entreprise : peut-on récompenser une stratégie non expansionniste, quand le contexte voudrait que ce soit pourtant la stratégie la plus avisée ?

Toutefois, le principal facteur à la source de l'amplitude des cycles immobiliers se trouve *dans la relation réflexive* qu'entretient le crédit avec sa garantie (*collateral*). On peut en effet appliquer au crédit immobilier le raisonnement que tient Soros sur ce lien réflexif : « *dans la première phase du développement réflexif d'une expansion du crédit, le montant des crédits impliqués est relativement faible et son impact sur les valeurs des collatéraux est donc négligeable. C'est pourquoi les phases d'expansion sont lentes à démarrer et les prêts demeurent sains au début. Puis au fur et à mesure que la dette s'accumule, le total des prêts s'accroît et commence à avoir un effet sensible sur la valeur des collatéraux. Le processus continue jusqu'au point où le total du crédit octroyé ne peut plus s'accroître assez rapidement pour continuer à stimuler l'économie. À ce moment, la valeur des collatéraux est devenue largement dépendante de l'effet de stimulation des nouveaux prêts, et comme le rythme des nouveaux prêts ne s'accélère plus, cette valeur commence à chuter. L'érosion de la valeur des collatéraux a un effet dépressif sur l'activité économique, laquelle à son tour renforce cette érosion. Comme en ce point les collatéraux ont été largement utilisés, leur chute peut précipiter la liquidation des emprunts, qui à son tour peut faire chuter le marché précipitamment* » (Soros, 1998, p. 99).

⁹⁶ Les *non recourse loans* se sont néanmoins développés à partir des années 2000 au Japon.

On voit bien que la relation causale n'est pas univoque : ce ne sont pas seulement les variations du cycle immobilier et donc des garanties sous-jacentes aux prêts (ici, le plus souvent des bien immobiliers détenus par l'emprunteur ou les biens pour lesquels le prêt a été consenti) qui entraînent l'expansion puis la contraction des prêts. *Le crédit exerce une action en retour sur la valeur des garanties*. Toutefois, cette relation réflexive n'intervient qu'en phase d'expansion accélérée et en phase de contraction rapide du crédit. Au cours des autres phases, l'acte de prêter et la valeur de la garantie sont indépendants. Toutefois, les interférences du cycle immobilier avec le cycle économique et les politiques publiques rendent la relation réflexive bien plus complexe encore, si bien que les cycles de crédit présentent à chaque fois une configuration singulière, en fonction du contexte local et international dans lequel ils s'inscrivent.

On remarquera que le lien réflexif entre le crédit et sa garantie est à la source d'une *asymétrie des cycles*. La phase ascendante se caractérise par une progression modérée, qui s'accélère progressivement, tandis que la contraction est brutale et souvent catastrophique. Tout dépend, en réalité, de la rapidité avec laquelle est traitée la liquidation des emprunts.

Un krach immobilier ne provoque pas mécaniquement une défaillance massive des emprunteurs. Nombre d'entre eux contractent du crédit pour acquérir des surfaces qu'ils entendent occuper : logements pour des particuliers, bureaux ou locaux d'activités pour des entreprises ; les changements intervenus sur le marché n'entament pas, *a priori*, les capacités de remboursement de ces occupants, sauf dans le cas extrême où l'économie générale est elle aussi fortement touchée. En cas de krach immobilier, donc, ce sont surtout les investisseurs et les petits opérateurs ayant maximisé les effets de levier du crédit qui sont frappés de plein fouet.

Toutefois, l'impact de la crise immobilière ne s'arrête pas là. Une partie du crédit immobilier consenti par les banques est issue de prêteurs primaires, souvent d'autres banques. Ces dernières, inquiètes de la tournure que prennent les événements, exigent des banques pourvoyeuses de crédit immobilier le remboursement de leurs créances, précipitant ces dernières dans une situation d'illiquidité. Comme le souligne Giraud, ce mécanisme dangereux tient à l'asymétrie de l'information : les prêteurs primaires se fondent sur des informations publiques, alors que les prêteurs secondaires ont octroyé du crédit immobilier sur la base de leurs informations privées concernant le profil des emprunteurs. Aussi, même si ces derniers ne sont pas défaillants, le simple fait de devoir servir les créances des prêteurs primaires peut conduire à des faillites bancaires, avec un effet aggravant sur la chute des prix du fait de la liquidation des créances sur l'immobilier.

Quand les banques détiennent des portefeuilles d'actions, elles cherchent à les vendre en premier lieu car ces actifs sont plus liquides que l'immobilier. Le gonflement des ventes précipite alors les valeurs boursières et peut dégénérer en krach, car les teneurs de marché sont généralement des banques ou des maisons de titre dépendant du crédit bancaire pour intervenir. Dans ce cas, crise immobilière, crise bancaire et crise boursière se renforcent mutuellement. Les marchés financiers ne sont plus capables de s'autoréguler, car les teneurs de marché cessent de jouer leur rôle stabilisateur (Giraud, 2001).

Les cycles immobiliers en Asie offrent un bon exemple de ce type d'interaction réflexive entre crédit et garantie. Le cas du Japon est particulièrement exemplaire, puisque non seulement les prêts immobiliers ont été consentis au hauteur de 100% de la valeur de la garantie foncière en fin de période – c'est-à-dire au moment où les banques auraient dû

pressentir le retournement imminent des marchés – , mais *la majeure partie du crédit dans son ensemble a été garanti sur la base de ces valeurs surestimées*. Ces erreurs ont été le plus souvent imputées à l’immaturité du système bancaire japonais, qui a fondé son évaluation du risque sur la richesse de l’emprunteur – en l’occurrence son patrimoine foncier – et non sur la validité du projet pour lequel le crédit est consenti. Mais elles tiennent aussi au rôle clé du foncier dans le modèle de développement économique japonais et à la pugnacité du « mythe foncier » (*tochi shinwa*, mythe selon lequel les valeurs foncières ne peuvent qu’augmenter) dont la validité n’avait pas été démentie avant 1991. Dans le cas des pays émergents d’Asie, c’est sans conteste l’immaturité des systèmes bancaires qui les a amenés à retenir également l’immobilier comme principale garantie des crédits. Il n’est donc pas étonnant qu’en l’absence de moyens efficaces pour évaluer le risque sur des marchés immobiliers eux aussi émergents, la relation réflexive entre crédit et collatéraux ait, ici comme au Japon, atteint son comble.

Cas particulier des cycles dominés par l’autofinancement

On peut mesurer l’influence du crédit sur le cycle immobilier en observant, *a contrario*, le comportement d’un marché régi essentiellement par l’autofinancement des opérateurs. Ce fut typiquement le cas du cycle immobilier à Beyrouth dans les années 1990. Au cours des quinze années de guerre civile (1975-1990), l’épargne des particuliers et les recettes des divers trafics (armes et drogue notamment) avaient été investies dans le foncier, seul refuge possible contre l’hyperinflation et les dommages de guerre. L’avènement de la paix n’apporta pas de grands changements aux modalités d’investissement : la reconstruction de Beyrouth exigeait des capitaux, alors que les placements alternatifs s’étaient faiblement développés. Le foncier a donc continué d’attirer les capitaux en quête de placement, issus de l’épargne de la diaspora libanaise et des revenus des investissements pétroliers dans le Golfe. Ces « capitaux flottants » ont été également investis dans la construction immobilière, amorçant la phase ascendante d’un cycle. Les promoteurs, qui n’étaient le plus souvent autres que de simples propriétaires fonciers, se sont massivement orientés vers les segments supérieurs de l’immobilier – logement et galeries commerciales notamment –, convaincus que les Arabes du Golfe allaient inonder Beyrouth d’une demande de logements et de biens de consommation de luxe. Le littoral de la Corniche s’est recouvert de tours de logements d’une surface de 700 à 3000 mètres carrés l’unité, tandis que trois vastes galeries commerciales de grand prestige étaient aménagées dans une même rue, à quelques encâblures. Les prix immobiliers ont ainsi grimpé, dans ce quartier, jusqu’à 3500 dollars au mètre carré, tandis que les prix fonciers atteignaient le plafond des niveaux parisiens (10 000 US\$/m²). Or, les Arabes du Golfe ne furent pas massivement au rendez-vous. Pour autant, le marché n’était pas dépourvu d’acheteurs, loin de là. Mais la demande, qui émanait des ménages beyrouthins, se portait sur des logements de taille et de prix plus modestes : des unités entre 80 et 140 m² au prix de 120 000 dollars (Aveline, 2000).

Dans une économie immobilière fortement endettée, une telle distorsion entre l’offre et la demande n’aurait pas manqué d’entraîner un krash immobilier. Nul ne sait à combien s’élevait véritablement le volume de surfaces en excédent, mais certaines sources avançaient le chiffre de 100 000 unités (bureaux et logements confondus), soit quatre fois la taille du marché immobilier beyrouthin. Cette surproduction a indéniablement conduit à une baisse des valeurs foncières et immobilières en 1996. Les statistiques ne sont pas assez fiables pour mesurer son amplitude, mais une chose est sûre : elle n’a pas occasionné de grands dommages au marché immobilier ni à l’économie. Certes, une partie des capitaux, gelée dans des actifs inexploités, n’est plus réinjectée dans la sphère économique. Mais les propriétaires-

promoteurs ne sont pas pressés de rembourser des emprunts et peuvent donc, en toute tranquillité, attendre la prochaine phase ascendante du cycle.

La comparaison entre le Japon et le Liban nous semble très éclairante pour comprendre le rôle amplificateur du crédit dans les cycles immobiliers. Ces deux pays partagent – ou plutôt partageaient – la même croyance tenace en la montée inexorable des valeurs foncières, entretenue par le mythe de l'exiguïté territoriale⁹⁷ et par la flexibilité du dispositif réglementaire (règles de construction mais aussi fiscalité très faible sur la propriété). Ils ont aussi pour caractère commun la forte complexité des statuts juridiques attachés au foncier et à l'immobilier, qui constitue une sévère entrave à l'aménagement. Aussi les valeurs foncières sont très supérieures, dans ces deux pays, à des niveaux « fondamentaux » qui refléteraient leurs seules performances économiques. Or, dans le cas du Japon, le crédit a augmenté l'amplitude du cycle (foncier et immobilier), tandis que le Liban n'a pas connu de mécanisme spéculatif très prononcé ; le mouvement plus accusé de la phase ascendante est imputable au trop grand optimisme qui a prévalu après le retour à la paix et aux anticipations erronées des promoteurs amateurs.

C'est également l'absence d'effet du crédit qui explique que Séoul soit l'une des rares mégalo-poles asiatiques à n'avoir pas connu de mécanisme spéculatif d'envergure dans les années 1990⁹⁸. Jusqu'en 1998, les banques n'étaient pas autorisées à financer de grandes opérations immobilières, à l'exception des projets à objectif industriel. Le crédit immobilier étant restreint aux constructions de faible taille, le financement des projets privés était assuré par la vente sur plan d'appartements ou de bureaux, ainsi que par le système du *chonsei*, sorte de prêt consenti au bailleur par le locataire⁹⁹. En 1994, l'autofinancement représentait ainsi 3,5 fois le volume de crédit consenti au secteur immobilier (Son, 2004). La libéralisation du système de crédit contribuera sans aucun doute à renforcer l'offre immobilière, mais elle a fait disparaître un facteur de stabilité des prix.

Effet de cliquet sur les marchés fonciers et immobiliers

En dépit des graves crises bancaires auxquelles peut conduire le retournement d'un marché immobilier, celui-ci ne se marque pas, le plus souvent, par une dégradation brutale et immédiate des prix. Une période préalable de raréfaction des transactions intervient, accompagnée d'une suspension des prix, selon un mécanisme nommé « effet de cliquet ». Un tel phénomène a été observé sur le marché du logement parisien dans les années 1990-1997. Cette résistance singulière à la baisse de valeur des actifs immobiliers, plus marquée encore

⁹⁷ On verra plus loin que ce mythe n'est pas fondé dans le cas du Japon. Quant à Beyrouth, une étude a montré qu'une partie importante des surfaces de la ville était trop peu densément construite (Aveline, 2000).

⁹⁸ Les valeurs foncières ont connu une forte hausse à Séoul entre 1978 et 1988, mais ce phénomène est imputable à la forte croissance de l'économie ainsi qu'à l'impact des Jeux Olympiques de 1988, notamment sur les valeurs foncières de la rive sud du fleuve Han (Aveline, 1997).

⁹⁹ Le *chonsei* est la forme la plus répandue de système locatif en Corée du Sud (28% sur les 46% de ménages locataires au niveau national en 2000). Selon ce dispositif, le locataire d'un bureau ou d'un logement verse un dépôt de garantie équivalent à la moitié de la valeur de marché du bien loué. Cette somme lui est restituée intégralement au terme du bail, dont la durée est généralement de deux ans. Le propriétaire utilise le plus souvent ce dépôt de garantie comme apport personnel pour investir dans de nouveaux projets immobiliers. Quant au locataire, il fait ainsi mûrir son épargne, la plaçant d'un logement locatif à l'autre, jusqu'à ce qu'elle atteigne la taille critique pour l'acquisition d'un logement (Park, 2004).

dans le cas des actifs fonciers, s'explique par plusieurs facteurs. La faible liquidité de ces actifs, d'abord, qui entrave comme on l'a vu la liquidation des créances, d'autant que se forment des « accords de place » entre les tribunaux administratifs, les banquiers et les promoteurs, pour distiller la vente des biens. Ensuite, le coût unitaire très élevé de l'investissement immobilier (qui inclut le « coût d'entrée » en information et intermédiation) conduit à des pertes particulièrement lourdes, que les intervenants sont réticents à acter. L'opacité de l'information permet également de modérer l'effet de panique qui accompagne les krachs boursiers. Enfin, une grande partie des propriétaires n'ont aucune raison de vendre, soit parce qu'ils occupent leur bien, soit parce qu'ils sont confiants dans l'avenir du marché. On touche là à un trait particulier des actifs fonciers et immobiliers : ce sont des biens physiques, « faits de briques et de mortier », selon l'expression consacrée des anglo-saxons. Leur « valeur intrinsèque » apparaît donc intangible, contrairement à celle des actifs financiers, et notamment des actions, dont on oublie qu'elles reposent sur des fondements tout aussi solides.

Il peut arriver que la raréfaction des transactions fasse disparaître tout prix de référence. C'était le cas des marchés fonciers à Paris dans les années 1985-1990, les données IMO¹⁰⁰ pour les 20 arrondissements étant devenues totalement fantaisistes (Aveline, 1998b). Le problème a été bien plus préoccupant en Thaïlande, où la crise de l'été 1997 a provoqué un gel complet des transactions. Après le boom sur le marché immobilier de Bangkok, il était impossible de connaître l'ampleur de la chute des prix. Les autorités ont alors organisé des ventes aux enchères publiques, afin d'établir des références incontestables pour attirer des teneurs de marché – en l'occurrence des investisseurs internationaux. Cette opération a permis de mesurer l'ampleur des pertes des opérateurs et facilité ainsi la restructuration des banques (Sgard, 2002).

On constate donc que l'effet de cliquet comporte des avantages, au sens où il limite la panique sur le marché immobilier mais tend aussi à aggraver la crise économique en empêchant la liquidation des créances. Cet effet tient en définitive à trois grands caractères de l'immobilier : l'illiquidité, l'opacité et le coût unitaire élevé. Or, aucune de ces particularités ne se retrouve dans l'immobilier titrisé. Le développement de l'immobilier indirect devrait donc considérablement modifier la dynamique future des cycles immobiliers. On peut prévoir en effet des phases de retournement bien plus prononcées, proches de celles des marchés boursiers.

IV-3. De nouvelles formes de cycles

La théorie des cycles a connu un nouveau souffle depuis que certains auteurs ont tenté, dans les années 1990, d'unifier deux approches jusque là bien distinctes dans la recherche sur l'immobilier de bureaux : l'approche du marché des surfaces, abordant les prix en fonction de *la demande d'espace* des entreprises (héritiers de la théorie des cycles) et l'approche du marché des capitaux, expliquant les prix en fonction de *la demande de placement* des investisseurs (travaux en macroéconomie financière, assimilant les biens immobiliers à des actifs financiers). Ces deux approches ont été unifiées par Jeffrey Fisher (1992) et Di Paquale et Weaton (1992), dans des articles de référence du *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*. Le modèle très élaboré de Di Pascale et Weaton a fortement

¹⁰⁰ Il s'agit des estimations de prix faites par les experts de l'administration fiscale, seules statistiques disponibles sur les prix fonciers avant la création de la base de données BIEN de la Chambre des Notaires de Paris.

contribué à la popularisation de cette théorie renouvelée des cycles.

Le cycle immobilier selon Di Pascale et Weaton

Le graphique 7 présente les ajustements à long terme du marché selon le modèle de Di Pascale et Weaton¹⁰¹. Le premier schéma rend compte des conditions d'équilibre, les trois autres envisagent l'impact du changement d'une variable exogène sur la dynamique du marché. Examinons d'abord les conditions de base, illustrées par le schéma 1. À l'état initial, figurant au quadrant I, le niveau des loyers R est déterminé par l'intersection entre la demande de surfaces de bureaux D , décroissante en fonction du loyer, et l'offre de bureaux considérée comme fixe (S = stock initial de bureaux). Le niveau de loyer R détermine ensuite, dans le quadrant II, le prix P des surfaces de bureaux sur le marché immobilier, en fonction du taux d'actualisation escompté (le prix étant égal au rapport du loyer sur le taux d'actualisation). Ce niveau de prix comparé à la fonction de coût de production immobilière (fCC), croissante avec le niveau de construction, fixe à son tour un volume de nouvelles constructions C (quadrant III). L'ajustement sur les marchés immobiliers s'effectue au niveau du quadrant IV. Le volume des constructions nouvelles y est transformé en un niveau de stock de bureaux à long terme. La variation des stocks ΔS correspond au volume de constructions nouvelles C duquel on a déduit les dépréciations et destructions d'immeubles ∂S (∂ étant le taux de dépréciation). Pour que l'équilibre soit conservé, il est nécessaire que l'état des stocks à long terme en fin de période soit égal à l'état initial. Dans toute autre configuration, les grandes variables du modèle (loyers, prix et construction) doivent s'ajuster pour rétablir l'équilibre: elles doivent augmenter si le stock a régressé ou bien diminuer si le stock a augmenté.

Que se passe-t-il quand une variable exogène au modèle connaît une modification ? Le schéma 2 illustre l'impact d'une augmentation de la demande de bureaux sous l'effet d'une accélération de la croissance économique et/ou d'un accroissement des emplois dans le tertiaire. Ce changement se matérialise, dans le schéma 2, par le déplacement vers la droite de la courbe de demande de surfaces de bureaux. L'élévation résultante du niveau de loyer R entraîne un accroissement des prix sur le marché immobilier (le taux d'actualisation demeurant inchangé). En fin de période, un nouvel équilibre est trouvé avec un stock à long terme supérieur à celui de la phase initiale.

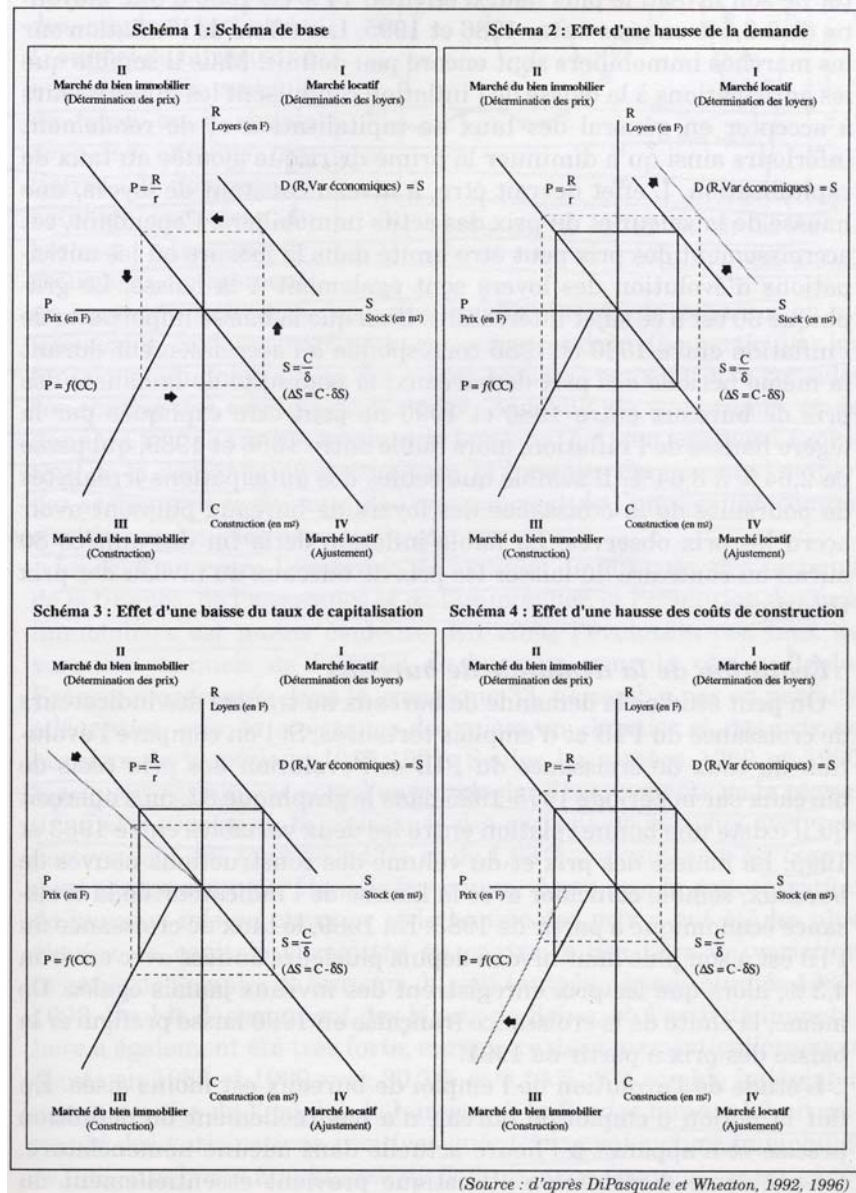
Une autre modification peut concerner le taux d'actualisation r . Le schéma 3 considère les effets d'une baisse de ce taux, à laquelle peut conduire une réduction des taux d'intérêt et/ou une diminution de la prime de risque de l'immobilier. À loyer R inchangé, la baisse de r entraîne une hausse des prix immobiliers et du volume de la construction. Pour retourner à l'équilibre, les loyers devront baisser, en raison de l'augmentation des stocks à long terme en fin de période.

L'équilibre des marchés immobiliers peut être également perturbé par une variation de la fonction des coûts de production fCC . Un tel changement peut résulter d'une modification des conditions de l'aménagement urbain (variation des prix des terrains, réglementation d'urbanisme) ou de la politique monétaire (restriction des crédits au secteur immobilier). Le schéma 4 envisage les effets d'une hausse du coût de construction (déplacement de la

¹⁰¹ Le graphique et sa description sont intégralement empruntés à Nappi, 1997 (p.142-143)

fonction f_{CC} vers la gauche) sur les équilibres de marché. Il s'ensuit une diminution du volume de la construction et, par voie de conséquence, du stock de bureaux. Le rétablissement de l'équilibre suppose un relèvement des loyers, tout comme des prix immobiliers.

Graphique 7. Le modèle de cycle de Di Pascale et Weaton



Source : Nappi, 1997

Ce modèle fait preuve d'une incontestable élégance formelle en réconciliant avec rigueur les deux principales facettes des actifs immobiliers. Toutefois, la réalité est bien éloignée d'une telle situation idéale, où les ajustements s'effectuent de façon mécanique, comme dans les villes stylisées de la N.E.U. Plusieurs des hypothèses fondatrices doivent en effet être revues, au regard des avancées des travaux théoriques et empiriques menés sur les marchés d'actifs, dont nous avons rendu compte dans cette deuxième partie.

Un premier questionnement concerne les postulats de base du schéma 1. On suppose la demande et l'offre bien connues de l'ensemble des agents, conformément au cadre néo-classique dans lequel s'inscrivent les raisonnements de Di Pascale et Weaton. Or, les agents ne sont bien informés ni sur les conditions de la demande ni sur celles de l'offre. L'expérience montre en effet que la demande est souvent surestimée en phase de croissance d'un cycle, soit en raison des estimations parfois erronées qui circulent (y compris de source officielle, comme ce fut le cas au Japon), soit parce que la vision par les agents des « fondamentaux » peut être biaisée par un trop grand optimisme (filtrage des informations par une « convention » à la Orléan). Du côté de l'offre, les connaissances ne sont pas meilleures. L'information sur le stock de surfaces, le volume des nouvelles constructions, les loyers et les prix dans l'immobilier de bureau est le plus souvent lacunaire, voire inexistante. Certes, les grands brokers internationaux suivent avec précision l'évolution des marchés de bureaux et de locaux industriels dans les grandes villes mondiales, mais ces données ont un coût et couvrent qu'une très faible part du parc mondial de bureaux. Ajoutons à cela que l'offre est très fragmentée. Si le segment supérieur fait défaut ou se trouve insuffisant dans une ville (cas de plusieurs métropoles asiatiques, y compris Tôkyô), une spécialisation des constructions nouvelles sur ce segment peut entraîner une très forte vacance dans les autres segments, nécessitant de nombreuses années pour être résorbée (par le changement d'usage des immeubles ou leur destruction). On pourra même aller plus loin en affirmant que la fonction de demande d'actifs n'est pas toujours indépendante de celle de l'offre ; il arrive que les processus cognitifs soient circulaires, notamment dans les phases paroxystiques (emballement ou krach), ainsi que l'affirment plusieurs auteurs mentionnés plus haut (Orléan, Soros, Giraud, Case et Shiller).

D'autres remarques peuvent être faites sur les simulations proposées par Di Pascale et Weaton. En ce qui concerne les effets d'une phase d'expansion économique sur l'activité immobilière, là encore on peut remettre en cause la supposée indépendance des variables. L'industrie immobilière constituant généralement un secteur important au sein des économies nationales, une phase de croissance économique peut être précisément engendrée par le dynamisme de la construction. On doit alors admettre les possibilités d'une certaine circularité. Le même problème se pose pour la baisse du taux d'actualisation. Si celle-ci résulte d'une réduction des taux d'intérêt, il paraît difficile d'imaginer qu'un tel changement des conditions du crédit n'ait aucun effet sur les autres variables. Une baisse des taux d'intérêt exerce le plus souvent un effet incitatif sur la demande de construction ou d'investissement, de sorte que les répercussions dépassent la seule demande « fondamentale » (demande d'occupation des surfaces).

Les cycles de type cobweb

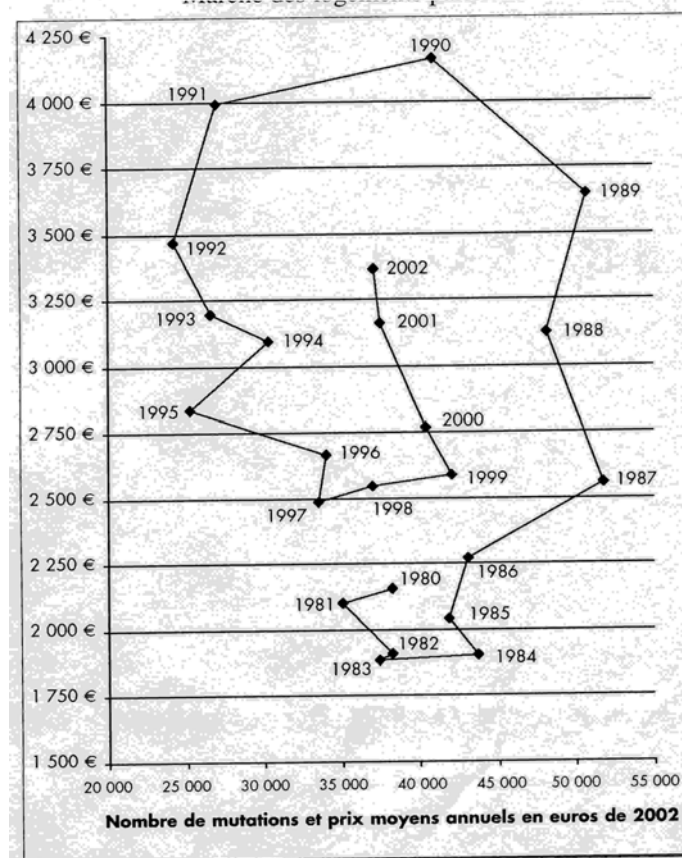
D'autres formes de cycles avec ajustement retardé ont été explorées, toujours dans le cadre néo-classique, pour permettre de tenir compte des délais de production dans l'industrie immobilière. Le plus connu est le « cycle de la toile d'araignée » (*cobweb cycle*), appelé également « cycle du porc ». Un cycle de cette nature intervient lorsque l'offre connaît des ajustements plus lents que la demande, ce qui est le cas des marchés de l'agriculture et des matières premières, mais aussi des marchés immobiliers¹⁰². Selon l'analyse *cobweb*, la

¹⁰² La théorie du *cobweb*, formulée par Mordecai Ezeckiel dans les années 1930, a été reléguée dans les enseignements comme une curiosité, bien que l'hypothèse d'Ezeckiel n'ait jamais été réfutée. Sapir (2004) note que, pourtant, l'absence d'ajustements instantanés entre l'offre et la demande n'a rien d'exceptionnel : « L'idée générale que les vitesses d'ajustement entre l'offre et la demande

quantité demandée à une certaine période dépend du prix de cette période, mais la quantité offerte dépend du prix de la période précédente (en supposant que la production soit totalement écoulee à chaque période). Les prix et la production peuvent ainsi s'engager sur des trajectoires où les déséquilibres sont de plus en plus importants, même si les conditions de concurrence parfaite sont respectées. Par exemple, une contraction de la demande provoque une contraction, décalée dans le temps, supérieure de l'offre. L'excédent de demande entraîne alors un surajustement de l'offre à la période suivante, qui provoque, dans une période ultérieure, un excès d'offre engendrant une nouvelle et encore plus forte contraction de la production. Se tisse, de la sorte, une configuration en toile d'araignée.

Bien que cette hypothèse d'équilibre dynamique apparaisse très séduisante, elle semble mal s'adapter au contexte de l'immobilier. Les rares travaux empiriques menés dans ce domaine sont en effet peu concluants. Une observation des marchés immobiliers néerlandais menée en 1994 a conduit à rejeter la théorie du *cobweb* (Janssen, Krujit, Needam, 1994). La raison majeure tient à la prédominance, dans le secteur du logement, du marché de l'ancien (non concerné par les délais de production) sur la production neuve (Granelle, 1998, p.205).

Schéma 7. Le cycle en nid d'abeille des logements parisiens



différent et que cette différence est un facteur d'instabilité dans une économie séquentielle, constitue un constat majeur de l'analyse économique. Majeur, indiscutablement, mais hélas oublié».

Une autre configuration de cycle à ajustement retardé semble mieux s'adapter au fonctionnement du marché du logement. Il s'agit du cycle en « nid d'abeille », dont la forme hexagonale résulte des séquences suivantes : une phase d'expansion caractérisée d'abord par une augmentation des transactions (volumes) sans effet sur les prix, puis par une hausse concomitante des transactions et des prix ; au terme de cette phase, les prix poursuivent leur progression, mais les volumes mutés commencent à s'essouffler, puis se mettent à chuter. Intervient alors la phase de récession, qui prend une configuration symétrique de la précédente : poursuite du recul des transactions, coïncidant avec une chute des prix, laquelle entraîne en fin de période une reprise des volumes échangés.

Certains travaux ou observations empiriques valident l'existence de ce type de cycle sur certains segments des marchés du logement. C'est le cas pour deux villes néerlandaises (Janssen, Kruijt, Needam, 1994). Le marché du logement ancien à Paris a aussi présenté une belle illustration de ce type de déséquilibre au cours des années 1985-1995 (schéma 7).

Bibliographie

Achour, D., Coloos, B. (1993), *L'investissement immobilier*, Québec, Fisher.

Amyx, J.A. (2000), « Political impediments to far-reaching banking reforms in Japan: implications for Asia », in Noble G.W., Ravenhill, J. (dir.), *The Asian Financial Crisis and the Architecture of Global Finance*, Cambridge, Cambridge University Press, 122-151.

Aveline, N. (1994), « The land bubble: a comparison between Tokyo and Paris », *Comprehensive Urban Studies*, Université Métropolitaine de Tôkyô, n°53, 141-152.

Aveline, N. (1995), *La bulle foncière au Japon*, Paris, ADEF.

Aveline, N. (1995), « Le cycle foncier et immobilier à Toulouse de 1981 à 1993 », rapport pour le Pir-villes, mimeo, 58 p.

Aveline, N. (1995), « Les retombées de la bulle foncière : le cas de Paris et Tôkyô », in Kyôko Hagihara (dir.), *Toshi no kankyô sôzoku (Création de l'environnement urbain)*, Tôkyô, presses de l'Université Métropolitaine de Tôkyô, en français et en japonais, 31-88.

Aveline, N. (1995), « Bolla fondiaria e mutazione delle forme urbane a Tokyo » (Bulle foncière et mutation des formes urbaines à Tôkyô), *Storia urbana* n°70, 49-70.

Aveline, N. (1995), « Les retombées de la bulle foncière : le cas de Paris et Tôkyô », in Hagihara, K. (dir.), *Toshi no kankyô sôzoku (création de l'environnement urbain)*, Tôkyô, Presses de l'Université Métropolitaine de Tôkyô, versions en français et en japonais, 31-88.

Aveline, N., Renard, V. (1996), « Les marchés fonciers et immobiliers au Japon », *Le Courrier du CRNS* n°82, (édition spéciale pour Habitat II), 153-157.

Aveline, N. (1997), « Le remembrement urbain nippon : un modèle pour l'Asie ? Le cas de Séoul et de Taipei », *Daruma*, n°1, Arles, Picquier, 131-151.

Aveline, N. (1997), « La théorie de la bulle foncière et ses enjeux politiques au Japon », *Economie 1997*, presses de l'université de Perpignan, 63-84.

Aveline, N. (dir., 1998), « Regards croisés sur les formes de la ville japonaise » (dossier thématique), *Daruma*, n°3, Arles, Picquier, 13-156.

Aveline, N. (1998), « L'opacité de l'information foncière en France et au Japon, aspects comparés », in *Japon Pluriel 2*, actes du deuxième colloque de la Société française des études japonaises, Arles, Picquier, 391-396.

Aveline, N. (1999), « Formes de la croissance urbaine, filières de production immobilière et prix fonciers à Tôkyô », in Bailly, A., Huriot, J-M. (dir.), *Villes et croissance, théories, modèles et perspective*, Paris, Anthropos, 239-258.

Aveline, N. (2000), « Marchés fonciers et immobiliers à Beyrouth », *Cahiers du CERMOC*,

document n°6, Beyrouth, CERMOC.

Aveline, N. (2000), «Retournement des marchés fonciers et politiques publiques (1990-1997), in Bourdier, M., Pelletier, P. (dir.) *L'archipel accaparé, la question foncière au Japon*, Paris, EHESS, 253-272.

Aveline, N. (2000), Effects of economic globalization on spatial structure and property markets in the Paris Region, *Comprehensive Urban Studies*, n°71, 243-256.

Aveline, N., (2001), « Les NTIC et la ville, le cas de Séoul », rapport de mission effectué pour l'ACI Villes, mimeo, 13 p.

Aveline, N. (2003), *La ville et le rail au Japon, l'expansion des groupes ferroviaires privés à Tôkyô et Ôsaka*, Paris., CNRS éditions.

Aveline, N. (2004), « The overall context of the Asian financial crisis and its interaction with domestic property markets », in Aveline, N., Li, L-Y. (dir.), *Property Markets and Land Policies in Northeast Asia, The Case of Five Cities : Tokyo, Seoul, Shanghai, Taipei and Hong Kong*, Hongkong-Tôkyô, Maison Franco-Japonaise / Center for Real Estate and Urban Economics, 1-32.

Aveline, N. (2004), « Property markets in Tokyo and the management of the last boom-bust cycle » in Aveline, N., Li, L-H. (dir.), *Property Markets and Land Policies in Northeast Asia .-The Case of Five Cities : Tokyo, Seoul, Shanghai, Taipei and Hong Kong*, Hongkong-Tôkyô, Maison Franco-Japonaise / Center for Real Estate and Urban Economics, 2004, 33-82.

Berque, A., (dir.,1987), *La qualité de la ville, urbanité française, urbanité nipponne*, Tôkyô, Maison Franco-Japonaise.

Berque, A. (dir., 1994) *La maîtrise de la ville, urbanité française, urbanité nipponne*, Paris, EHESS.

Berque, A. (1993), *Du geste à la cité, formes urbaines et lien social au Japon*, Paris, Gallimard.

Bank of Japan (1990), *The recent rise in Japan's land prices: its background and implications*, special paper n°193, Tokyo, The Bank of Japan Research and Statistics Department.

Barras (1983), « A simple theoretical model of the office development cycle », *Environment and Planning*, 15, 1381-1394.

Beitel, K. (2000), « Financial cycles and building booms: a supply-side account », *Environment and planning A*, vol. 32, 2113-2132.

Bender, A., Hoesli, M., Gaud, P. (2000), « Fonds de placement immobilier et sociétés anonymes d'investissement immobilier-analyse comparative et conditions de développement », 22 novembre, mimeo.

- Bender, A., Hoesli, M. (2002), « Le benchmarking immobilier », *Réflexions Immobilières*, n°32, 15-23.
- Blanchard, O. (1979), « Speculative bubbles, crashes and rational expectations », *Economic letter*, 3, 387-389.
- Blanchard, O., Watson, M. (1982), « Bubbles, rational Expectations and Financial Markets », in Wachtel P. (dir), *Crisis in the Economic and Financial System*, Lexington Books, Lexington M.A, 295-315.
- Bond, S.A., Karolyi, G.A., Sanders, A.B. (2003), «International real estate returns: a multifactor, multicountry approach », *Real Estate Economics*, vol.31, n°3, 481-500.
- Boone, L., Girouard, N. (2002), « La Bourse, le marché de l'immobilier et le comportement des consommateurs », *Revue économique de l'OCDE*, n°35.
- Bourassa S.T, Hendershott P.H, Murphy J. (2001), « Further evidence on the existence of housing market bubbles », *Journal of Property Research*, vol.18, n°1, 1-19.
- Camerer, C., (1989), « Bubbles and fads in asset prices», *Journal of Economic Surveys*, vol. 3, n°1, 2-41.
- Cartapanis, A. (dir., 1996), *Turbulences et spéculation dans l'économie mondiale*, Paris, Economica.
- Case, K.E. (1986), « The market for single-family homes in the Boston Area », *New England Economic Review*, 38-48.
- Case, K.E. (1991), « The real estate cycle and the economy: the consequences of the Massachusetts boom of 1984-1987 », *New England Economic Review*.
- Case, K.E., Shiller, R.J (1988), « The behavior of home buyers in boom and postboom markets », *New England Economic Review*, 29-46.
- Case, K.E, Shiller, R. J (1989), « The efficiency of the market for single-family homes » , *American Economic Review*, 79, 125-137.
- Case, K.E., Shiller, R. J (1990), « Forecasting prices and excess returns in the housing market», *Journal of the American Estate and Urban Economics*, n°18, 3, 253-273.
- Case, K.E., Quigley, J.M., Shiller, R.J (2001), « Comparing wealth effects: the stock market versus the housing market », *Cowles Foundation Discussion Paper*, n°1335, Yale university.
- Cauley S.D., « The Los Angeles home market », Exhibit I, mimeo, UCLA papers, 7 p.
- Coakley J. (1994), « The integration of property and financial markets », *Environment and planning A*, vol. 26, 697-713.
- Collins, C., Senhedji, A. (2002), « Lending booms, real estate bubbles and the Asian crisis », *IMF working papers*, WP /02/20.

Cornuel D., Calcoen F. (1997), « Le dernier cycle de l'immobilier : bulle ou choc ? », conference sur l'économetrie de la construction, Neuchatel, Suisse, 20-21 février 1997, mimeo, 22 p.

D'Arcy, E., Keogh, G. (1998), « Territorial competition and property market process : an exploratory analysis », *Urban Studies*, vol.35, n°8, 1215-1230.

Dattel, E.R.(1999), « Reflexion of a market participant: Japanese and Asian financial institutions », in Jackson, K.D. (dir.). *Asian Contagion, the Causes and Consequences of a Final Crisis*, Westview Press, 59-82.

Dehesh A., Pugh, C. (1999), « The internationalization of post-1980 property cycles and the Japanese 'bubble' economy, 1986-96 », *International Journal of Urban and Regional Research*, vol.23, 147-164.

Dehesh, A., Pugh, C. (2000), « Property cycles in a global economy », *Urban Studies*, vol.37, n°13, 2581-2602.

Diba, B.T., Grossman, H.I. (1988), « The theory of rational bubbles in stock prices », *Economic Journal*, 98, 746-754.

DiPasquale, D., Wheaton, W. (1992), « The market for real estate assets and space : a conceptual framework », *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, vol.20, n°1, 181-197.

Doré, R.P., (1984, première édition 1959), *Land Reform in Japan*, London, The Athlon Press.

Douglas, M. (1993), « The new Tokyo story : restructuring space and the struggle for place in a world city », in Fujita, K. Hill. R.C. (dir.), *Japanese Cities in the World Economy*, Philadelphia, Temple University Press, 85-115.

The Economist, May 31, 2003, « A survey of property », 3-16.

Edgington, D.W. (1995), « The search for paradise : Japanese property investments in North-America », *Journal of Property Research*, vol.12, 240-261.

Eichholtz, P., Huisman R., Koedjick K., Schuin L. (1996), « Continental Factors in International Real Estate Returns », mimeo, Lingburg Institute of Financial Economics, University of Limburg,

Eldenstein R.H., Paul J.M., (2000), « Japanese land prices : explaining the boom-bust cycle », in Renaud B., Mera K. (dir.), *Asia's Financial Crisis and the Role of real Estate*, New-York, Londres, Sharp, 65-82.

Farrell, R.S. (2000), *A Yen for Real Estate, Japanese Real estate investment Abroad-from Boom to Bust*, Edward Edgar, Cheltenham, Northampton.

Ficher, J. Webb, R.B. (1991), « Current issues in the analysis of commercial real estate », *Journal of the American Estate and Urban Economics Association*, vol. 20, n°1, 211-227.

Fisher, J. (1992), « Integrating research on market and capital », *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, vol.20, n°1, 161-180.

Flood, R., Garber, P.M. (1997), P.M., *Speculative Bubbles, Speculative Attacks, and Policy Switching*, Cambridge, the MIT Press.

Fujita, K. (1991), *A world city and flexible specialization: restructuring of the Tokyo metropolis*, in Fujita, K., Hill. R.C. (dir.), *Japanese Cities in the World Economy*, Philadelphia, Temple University Press, 269-284.

Fujita, M., Tabuchi, T. (1997), « Regional growth in postwar Japan », *Regional Science and Urban Economics*, vol.27, 643-670.

Fukuoka, S. (1997), « The structure of urban land administration during the bubble economy: control systems and their operations », *Comprehensive Urban Studies*, vol.62, 165-179.

Galbraith, J.K. (1992), *Brève histoire de l'euphorie financière*, Paris, Seuil.

Garber, P.M. (1990), « Famous first bubbles », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, n°2, 35-54.

Gehrke, I., Nappi-Choulet, I. (2001), « A dynamic perspective on valuing corporate real estate strategies : from shareholder value management to stakeholder management », *Les Cahiers du Gratices*, n°21, 167-190.

Geltener, D., MacGregor, B., Schwann, G.M. (2003), « Appraisal smoothing and price discovery in real estate markets », *Urban Studies*, vol.40, n°5-6, 1947-1064.

Giraud, P-N., (2001), *Le commerce des promesses, petit traité sur la finance moderne*, Paris, Seuil.

Givaudan, A. « Spéculation foncière et prospérité urbaine », 2002 , *Etudes Foncières*, n°100, 18-19.

Granelle, J-J., Vilmin, T. (dir., 1993), *L'articulation du foncier et de l'immobilier*, Paris, ADEF.

Grenadier, S.R. (1995), « The persistence of real estate cycles », *Journal of Real Estate Finance and Economics*, n°10, 95-119.

Guy, S., Hennebery, J., Rowley, S. (2002), « Development cultures and Urban regeneration », *Urban Studies*, vol.39, 1191-1196.

Haley, J.O. , Yamamura K. (1992), *Land Issues in Japan : a Policy Failure ?*, Seattle, Society for Japanese Studies.

Hanayama, Y. (1986), *Land Markets and Land Policy in a Metropolitan Area, a Case Study of Tokyo*, Oelgeschlager, Gunn and Hain in association with the Lincoln Institute of Land Policy.

Harada, S. (dir., 2001), *Nihon no toshihô (La réglementation de l'urbanisme au Japon)*, Tôkyô, Tôkyô University Press, Vol.I and vol II.

Hasegawa, T. (1990) *Tochi kaikaku no shiten (Point de vue sur la réforme foncière)*, Tôkyô, Tôkyô keizai shinhôsha.

Hasegawa, T. (1995), *Tochi taii keizai daihokai (L'effondrement de l'économie basée sur le foncier)*, Fudôsan Kinyû Kenkyûkai, Tôkyô, 252 p.

Hatta, T., Okawara T. (1994), « Housing and the journey to work in the Tokyo Metropolitan area », in Noguchi, Y., Poterba, J., (dir.) *Housing Markets in the US and Japan*, Chicago, Chicago University Press, 87-131.

Hayakawa, K. Hirayama, Y. (1991), « The impact of the *minkatsu* policy on Japanese housing and land use », *Environment and Planning, D*, vol. 9, 151-164.

Hebbert, M., Nakai N. (1988), *How Tôkyô Grows*, London, London School of Economics and Political Science.

Hoesli, M., Thion, B. (dir. 1995), *Evaluation et indicateurs de prix en immobilier*, actes du colloque IMPI, Institut du Management du Patrimoine et de l'Immobilier, ESC Bordeaux.

Hoesli, M., Favarger, P. (1995), « Swiss real estate : price indices and performance », in Hoesli, M., Thion, B. (dir.), *Evaluation et indicateurs de prix en immobilier*, Institut de Management du Patrimoine et de l'Immobilier, 135-154.

Hoesli, M., MacGregor, B.F. (2000), *Property Investment, Principles and Practice of Portfolio Managment*, Longman, Harlow.

Hohn, U. (1997), « Townscape preservation in Japanese urban planning », *Town Planning Review*, vol. 68, 213-255.

Hohn, U., (2000) *Stadtplanung in Japan. Geschichte, Recht, Praxis, Theorie (City planning in Japan – history, law, pactice, theory)*, Dortmund, Dortmunder Vertrieb für Bau und Planungsliteratur.

Honjo, M. (1998), The growth of Tokyo as a world city, in Lo, F-C., Yeung, Y-M. (dir.), *Globalization and the World of Large Cities*, Tokyo, New-York, Paris, United Nation University Press, 109-131.

Hendershott P.H (2000), « Property asset bubbles: evidence from the Sydney office market », *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 20, 67-81.

Hendershott P.H., Hendershott R.J., Ward.C. (2003), « Corporate equity and commercial property market 'bubbles' », *Urban Studies*, vol.40, n 5-6, 993-1009.

Ide, T. (1992), « Chika baburu no tōseiteki kōsatsu (Analyse statistique de la bulle foncière) », *Jūtaku tochi keizai*, n°6, 17-23.

Inamoto, Y. (1989), « La décomposition du droit des sols au Japon », in ADEF (dir.), *Un droit inviolable et sacré, la propriété*, Paris, ADEF, 341-345.

Inamoto, Y. (2000), « La notion de propriété foncière au Japon », in Bourdier, M., Pelletier, P. (dir.), *L'archipel accaparé, la question foncière au Japon*, Paris, EHESS, 79-87.

Inoue, T. (1984), *Urban Development Policies and Land Management – Japan and Asia*, Nagoya Seminar 1982, City of Nagoya.

Ishida, Y. (dir., 1990), *Daitoshi no tochimondai to seisaku (Problèmes fonciers et politiques foncières dans les grandes villes)* Tôkyô, Nihon hyōronsha.

Ishida, Y. (1994), « Japanese urban land-use policy – an historical and comparative perspective », *Kyoto Conference on Japanese Studies*, International Research for Japanese Studies Press, vol II, 131-143.

Ishizuka, H., Ishida, Y., (dir,1988), *Urban Growth and Planning 1868-1988*, Tôkyô, Tokyo Metropolitan University Press.

Ito, T. (1994), « Public policy and housing in Japan », in Noguchi, Y., Poterba, J. (dir.) *Housing Markets in the US and Japan*, Chicago, Chicago University Press, 215-237.

Ito, Y. (2000), *Tôkyô saisei jôhō (Le renouvellement urbain à Tôkyô)*, Tôkyô, Kowasha.

Janssen, J., Kruijt, B., Needham, B. (1994), « The honeycomb cycle in real estate », *The Journal of Real Estate Research*, vol. 9, n°2, 237-251.

Jinno, T., (1989) *Chika no kimekata.shirabekata (La formation des valeurs foncières)*, Tôkyô, Kubota.

Jones Lang Lasalle, « Global Real Estate Transparency Index, executive summary », mimeo, 1 p.

Kanemoto, Y. (1992), « Land tax and urban land supply », *Japanese Economic Studies*, 20, 53-93..

Kanemoto, Y. (1997), « The housing question in Japan », *Regional Science and Urban Economics*, 27, 613-641.

Karan, P.P., Stapleton, K. (dir., 1997), *The Japanese City*, Lexington, University Press of Kentucky.

Kaufman, G.G. (dir., 2001), *Asset price bubbles: implications for monetary and regulatory policies*, Research in financial services, private and public policy, vol.13, JAI, Oxford.

Kerr, D. (2002), « The 'place' of land in Japan's postwar development, and the dynamic of the 1980s real-estate 'bubble' and 1990 banking crisis », *Environment and Planning D*, 20,

345-374.

Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Londres, Mac Millan.

Kim, K-H. , Lee, H-S. (2000), « Real estate price bubble and price forecasts in Korea », mimeo, papier présenté au colloque de la Asian Real Estate Society à Beïjin, 28-30 juillet 2000, 23 p.

Kirwan, R.M. (1997), « Fiscal policy and the price of land and housing in Japan », *Urban Studies*, 24, 345-360.

Komine, T. (dir., 1989) *Kabuki-chika hendô to nihonkeizai (l'économie japonaise et les valeurs boursières et foncières)*, Tôyôkeizai shinhôsha.

Lefebvre, B., Legros, F., (1993), « Dérégulation, montée des riches et marchés du logement », *L'Observateur de l'immobilier* n°25, 4-11.

Lewis, M.K. (1996), « Banks and the property cycle », mimeo, papier présenté au Joint International Conference on Commercial Real Estate Investment, Queen's College, Cambridge, 20-22 mars 1996.

Logan, J.R., Molotch, H.L. (1987), *Urban Fortunes :The Political Economy of Place*, Berkeley, University of California Press.

Machimura, T. (1992), « The urban restructuring process in Tokyo in the 1980s: transforming Tokyo into a world city », *International Journal of Urban and Regional Research*, 16, 114-128.

Meese R., Wallace N. (2003), « House price dynamics and market fundamentals, the Parisian housing market », *Urban Studies*, vol.40, n° 5-6, 1027-1045.

Mera K. (1992), « Nihon ni okeru shisan defure fukyô to kaifuku no shinario (Scénario de sortie du marasme économique dû à la déflation des actifs) », mimeo, 7 p.

Mera, K. (1995), « Examining the bubble hypothesis, land policy and the Japanese economy », mimeo, conférence à San Diego, 22-26 février.

Mera, K. (1997), « The myth of the recent Japanese property market price bubble », mimeo, papier présenté au séminaire de l'USC, Los Angeles, 9-10 janvier.

Mera, K., Renaud, B. (dir., 2000), *Asia's Financial Crisis and the Role of Real Estate*, New-York, M.E. Sharpe.

Mera, K., Renaud, B. (2000), « Towards efficiency and stability in Asian real estate markets », in Mera, K., Renaud, B. (dir.), *Asia's Financial Crisis and the Role of Real Estate*, New-York, M.E. Sharpe, 277-290.

Miles M. Cole, R., Guilkey, D. (1990), « A different look at commercial real estate returns », *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, vol. 18, 403-430.

Minerbi, L. Nakamura, P., Yanai, J. (1986), *Land Reajustement: the Japanese System. A Reconnaissance and a Digest*, Boston, Oelgeschlager, Gunn and Hain/Lincoln Institute of Land Policy.

Miyao, T. (1987), « Japan's urban policy », *Japanese Economic Studies*, vol.15, n°4, 52-66.

Miyao, T. (1988), « The danger of stiffer land controls », *Economic Eye*, n°1, vol. 9, 4-8.

Miyao, T. (1990), « Atarashii tochi seisaku to wa nani ka ? (Quelles sont les nouvelles mesures foncières ?) », *Shûkan Tôyôkeizai*, 122-125.

Miyao, T. (1991), « Japan's urban economy and land policy », *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, vol. 513, 130-138.

Miyao, T. (1995), « Controverses autour des politiques foncières et des valeurs immobilières », *La recherche sur la ville au Japon*, actes des journées franco-japonaises du PIR-Villes, 16-17 mars, 107-116.

Nappi, I. (1993) « Immobilier et bulle spéculative, valeurs fondamentales et prix observés », *Réflexions Immobilières*, n° 4, 27-31.

Nappi, I. (1994), *Le marché des bureaux, analyse des acteurs de l'offre*, thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Université Paris XII Val de Marne.

Nappi, I. (1994), « Analyse comparative des marchés de bureaux en France », *actes des 7èmes entretiens Jacques Cartier sur les logiques des acteurs sur les marchés fonciers et immobiliers*, 16 p.

Nappi-Choulet, I. (1997), *Les bureaux, analyse d'une crise*, Paris, ADEF

L'Observateur de l'immobilier, (1999) *La crise immobilière des années 80 et 90*, n° 41-42.

Nishiyama, Y. (1988), *Japanese Town Planning in a Comparative Perspective*, Nagoya.

Nishida, Y. (1993), « Reflections on Land Reform in Japan », in Koppel, B., Kim D.Y. (dir.), *Land Policy Problems in East Asia : Towards New Choices*, Honolulu and Korea, EWC/KRIHS, 51-70.

Nishimura, K., Yamazaki, F., Ide, T., Watanabe, T. (1998), « The myth of land in the land of many myths : what brought Japanese land prices up so high in the 1980's and made them nose-dive in the 1990s » ?, mimeo.

Noguchi, Y., (1991), *Land Problem in Japan*, mimeo, papier présenté au Joint Meeting of the Economics of Housing in Japan and the United States, 19 p.

Noguchi Y. (1991), « Land problem in Tokyo », Hitotsubashi University, Department of Economics, mimeo, mai.

Noguchi, Y. (1992), « Land Prices and House Prices in Japan », in Haley, J.O., Yamamura, K. (dir.), *Land Issues in Japan : a Policy Failure ?* Society for Japanese Studies.

Noguchi, Y. (1994), *Baburu no keizaigaku (l'économie de bulle)*, Nihon Keizai Shimbunsha, Tôkyô.

Noguchi, Y. Poterba, J., (dir., 1994) *Housing Markets in the US and Japan*, Chicago, Chicago University Press

Noguchi, Y. (1994), « Pour en finir avec l'économie de casino », *Cahiers du Japon*, numéro spécial, 8-9.

Noguchi, Y. (1994), « Land prices and house prices in Japan », in Noguchi, Y., Poterba, J., (dir.) *Housing Markets in the US and Japan*, Chicago, Chicago University Press, 8-19.

Noguchi, Y. (1994), « The 'bubble' and economic policies in the 1980s », *Journal of Japanese Studies*, 20, 291-329.

Nomura Research Institute (1991), *Tochi mondai kaiketsu he no seisaku teigen (Propositions pour résoudre les problèmes fonciers)*, Tôkyô, Nomura Research Institute, 418 p.

OCDE, (2000), *Perspectives économiques*, n°68.

Oizumi, E. (1994), « Property finance in Japan : expansion and collapse of the bubble economy », *Environment and Planning A*, 26, 199-213.

Orléan, A. (1991), « Irrationalités, dynamique collective et fonctionnement des marchés financiers », *Rapports et documents de CREA*, Centre de Recherches en Epistémologie Appliquée de l'Ecole Polytechnique.

Orléan, A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob.

Otani, S. (1989), *Toshi ni totte tochi ha nani ka ? (La ville et le foncier)*, Tôkyô, Chikuma Library.

Park, S-Y (2004), « Housing performance and housing policy in South Korea », in Aveline, N., Li, L-H. (dir.), *Property Markets and Land Policies in Northeast Asia .- The Case of Five Cities : Tokyo, Seoul, Shanghai, Taipei and Hong Kong*, Hongkong-Tôkyô, Maison Franco-Japonaise / Center for Real Estate and Urban Economics, 153-182.

Peyrelevade, J. (1978), *L'économie de spéculation*, Paris, Seuil.

Plihon, D. (2003), *Le nouveau capitalisme*, Paris, La Découverte, coll. Repères.

Raymond, H. (2004), « Les bulles spéculatives », in De Boissieu, C. (dir.), *Les systèmes financiers, mutations, crises et régulation*, Paris, Economica, 71-86.

Renard, V. (1993), « Bulles spéculatives, prix immobiliers, prix fonciers », in Granelle J.J. (dir.), *L'articulation du foncier et de l'immobilier*, Paris, ADEF, 65-76.

- Renard, V. (1996), « The land bubble, property markets and the financial crisis », mimeo.
- Renaud, B. (1995), « Le cycle global de l'immobilier », *L'Observateur de l'Immobilier*, n°31, 4-17.
- Renaud, B. (1997), « The 1985 to 1994 global real estate cycle: an overview », *Journal of Real Estate Economic Literature*, 15,1, 13-44.
- Renaud, B. (1998), « Property cycles and banking crisis, what have we learned ? », mimeo, conference paper présenté au IPD Investment Strategie Conference, Brighton, 26-27 novembre 1998.
- Renaud, B. (2000), « Real estate cycles and banking crises in Asia : what have we learned ? », in Mera, K., Renaud, B. (dir.), *Asia's Financial Crisis and the Role of Real Estate*, New-York, M.E. Sharpe, 255-276.
- Revue d'économie Financière* (1993), « La crise financière de l'immobilier. Réflexions sur un phénomène mondial », numéro spécial, Paris, Le Monde éditions.
- Revue d'économie Financière* (2003), « Juste valeur et évaluation des actifs », n°71, Paris, Le Monde éditions.
- The Royal Institution of Chartered Surveyors (1994), *Understanding the Property Cycle*, mimeo.
- Sapir, J. (2000), *Les trous noirs de la science économique, essai sur l'impossibilité de penser le temps et l'argent*, Paris, Albin Michel.
- Sassen S. (1996), *The Global City : New York, London, Tôkyô*, Princeton, Princeton University Press.
- Sgard, J. (2002), *L'économie de la panique, faire face aux crises financières*, La Découverte, coll. Textes à l'appui, Paris.
- Shiller, R.J. (1989), « Speculative Prices and Popular Models », *Journal of Economic Perspectives*, volume 4, n°2, 55-65.
- Shiller, R., J., (2001), *Irrational Exuberance*, New-York, Brodway Books.
- Shleifer, A., Summers, L.H. (1990), « The noise trader approach to finance », *Journal of Economic Perspectives*, volume 4, n°2, 19-33.
- Seko, M. (1994), « Housing in a welter-based economy: the case of Japan », *Japanese Economic Studies*, vol.22, n°2, 65-91.
- Shapira, P., Masser, I. Edington, D.W. (dir., 1994), *Planning for Cities and Regions in Japan*, Liverpool, Liverpool University Press.

Son, J-Y., Kim, K-H. (2000), « An empirical analysis of Seoul's office market », papier présenté au colloque de l'Asian Real Estate Society à Beijing, 28-30 juillet 2000.

Sorensen, A. (1999), « Land readjustment, urban planning and urban sprawl in the Tokyo Metropolitan Area », *Urban Studies*, 36, 2333-2360.

Sorensen, A. (2002), *The Making of Urban Japan, Cities and Planning from Edo to the 21st century*, Routledge, Japanese Studies Series.

Soros, G., (1998), *L'alchimie de la finance*, Hedaye, Valor.

Stiglitz, J. E. (1990), « Symposium on Bubbles », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, n°2, 13-18.

Stone, D., Zimba, W.T. (1993), « Land and stock prices in Japan », *Journal of Economic Perspectives*, n°7, 149-165.

Suzaki, K., Ota, M. (1994), « A hedonic analysis of land prices and rents in the bubble: Kanagawa Prefecture in Japan for 1986-1988 », *The Economic Studies Quarterly*, vol.45, n°1, 73-93.

Takagi, S. (1992), « Are land and house prices too high in Japan ? », *Japanese Economic Studies*, vol.20, n°1, 57-86.

Takeuchi, K., Nishimura, K., Lee D.-K., Ikeguchi, H. (1993), « Land prices and Japanese city planning : evaluating the effect of land use control », in Koppel, B., Kim, D.Y. (dir.), *Land Policy Problems in East Asia : Towards New Choices*, Honolulu and Korea, EWC/KRIHS, 109-138.

Takeuchi, K. (1998) « The Japanese system of land ownership and use », in Cho, L-J, Kim, H.K., (dir.), *Ten Paradigms of Market Economies and Land Systems*, Seoul, Korea Research Institute for human Settlements, 289-305.

Tirole, J. (1982), « On the possibility of speculation under rational expectations », *Econometrica*, vol. 50, n°5, 1163-1181.

Tsuda, K. (1994), « Japanese banks in deregulation and the economic bubble », *Japanese Economic Studies*, vol.22, n°3-4, 122-158.

Tsuda, K. (1994), « The gala face of Japanese banks », *Japanese Economic Studies*, vol.22, n°3-4, 122-158.

Tsuru, S. (1990) *Chika wo kangaeru (Réflexion sur le foncier)*, Tôkyô, Iwanami shoten.

Veltz, P. (1996), *Mondialisation, villes et territoires, l'économie d'archipel*, Paris, PUF, Economie en liberté.

Vilmin, T. (1991), « Marché foncier, marché immobilier », *Etudes Foncières*, n°53, 24-27.

Wang, P. (2001), *Econometric Analysis of the Real Estate Market and Investment*, Routledge, London and New-York.

Werner, R.A. (1994), « Japanese foreign investment and the land bubble », *Review of International Economics*, vol.2, n°2, 166-178,.

William J.T. (1999), « What is real estate finance ? », *Journal of Real Estate and Economics*, vol.19, n°1, 9-19.

Wood, C. (1994) *The Bubble Economy- The Japanese Economic Collapse*, London, Sidgwick and Jackson.

Yergin D. , Stanislaw, J. (2000), *La grande bataille , les marchés à l'assaut du pouvoir*, Paris, Odile Jacob.

Ziemba, W., Schwartz, S.(1992), *Invest Japan*, Chicago, Probus Publishing Company.

Troisième partie

Connaissances empiriques sur les déterminants du prix du sol

Le système libéral est aujourd'hui capable d'assurer à l'ensemble des travailleurs des revenus suffisants pour se nourrir, pour acquérir une masse considérable de biens industriels sophistiqués, réfrigérateurs, téléviseurs, automobiles, etc... mais il se révèle impuissant à fournir à une partie des salariés un logement décent.

Paul Claval, *La logique des villes*, 1981

Le caractère réflexif des marchés fonciers et immobiliers nous oblige à renoncer à l'idée que de tels actifs puissent posséder une valeur intrinsèque. Les loyers et les prix n'en demeurent pas moins déterminés par un certain nombre de paramètres, que nous proposons d'étudier plus en détail dans cette troisième partie. Pour mieux comprendre les dynamiques régissant les marchés fonciers, nous serons ensuite conduits à examiner de plus près le cas des villes d'Asie orientale, car c'est dans cette région que les prix des terrains atteignent les records mondiaux.

I. Les déterminants des loyers et des prix dans l'immobilier

I-1. L'immobilier de bureau

C'est sur le marché de bureaux que le processus de « globalisation » est le plus avancé. Ce marché connaît en outre une forte progression de l'investissement indirect, ainsi qu'une tendance à la généralisation des statuts d'occupation locatifs, liée aux nouvelles stratégies des entreprises (recentrage vers le cœur de métier et externalisation des actifs immobiliers).

Fixation des loyers

Parmi les grands déterminants des loyers de bureaux, le premier qui s'impose est la performance économique. Celle-ci se trouve le plus souvent approchée par la mesure du PIB dans les analyses statistiques. Entre le PIB régional et le PIB national, lequel explique le mieux l'évolution des loyers de bureaux dans les métropoles de premier rang ? D'après une analyse comparative sur 22 villes européennes, les marchés locatifs dans les quartiers d'affaires seraient davantage influencés par les facteurs économiques et démographiques nationaux que par les paramètres locaux (D'Arcy, McGough et Tsolacos, 1997).

Le PIB est toutefois un agrégat qui ne rend pas fidèlement compte des différences de loyers entre les métropoles de pays de maturité économique comparable. Prenons par exemple le cas de l'agglomération de Tôkyô. Avec un PIB régional de 1275 milliards de dollars, la région capitale du Japon affiche une production équivalant à celle de l'Italie toute entière. Elle est à la tête d'une puissance économique cumulant à elle seule le PIB des trois principaux pays européens (Allemagne, France, Royaume-Uni). Et pourtant, les loyers de bureaux dans les quartiers d'affaires centraux y sont inférieurs à ceux de Londres : 390 us\$/m²/an contre 491 \$US /m²/an dans le West End londonien¹⁰³.

L'examen de la structure industrielle apporte un complément d'analyse très utile. Ainsi, ce sont les capitales financières qui figurent au premier rang dans la hiérarchie des marchés locatifs de bureaux. En Europe, Londres se démarque très nettement de toutes les autres

¹⁰³ Richard Ellis, « Global market rents », janvier 2004.

capitales. Paris et Francfort, autres places financières d'importance, apparaissent au second plan. De même, les loyers en Asie répercutent bien la hiérarchie de la finance, les villes de Tôkyô, Hong Kong et Singapour se distinguant nettement dans le cadre régional. Cette corrélation s'explique aisément : les niveaux de loyers suivent les profits et des salaires très élevés dans les secteurs de la finance et des services qui lui sont associés. Une autre industrie, celle des nouvelles technologies, a également soutenu le locatif avant l'écclatement de la « bulle Internet ». Ce fut le cas notamment à Stockholm, où « l'effet Ericsson » a entraîné une hausse des loyers de bureaux en 1999-2000 (Faure-Jarosson, 2002). On remarquera que les capitales politiques ne connaissent pas de poussée comparable sur les loyers. Bruxelles se situe en 22ème position dans le palmarès mondial du coût d'occupation de bureaux de Richard Ellis (2004). Dans les pays où le centre financier et la capitale politique sont dissociés, c'est dans la place financière que les loyers sont les plus élevés : Francfort dépasse Berlin, c'est le cas aussi de Milan et Rome, tout comme d'Amsterdam et la Haye.

Le facteur démographique – sous forme, notamment, de la densité démographique diurne¹⁰⁴ – se trouve, lui aussi, très fréquemment cité comme déterminant majeur du niveau des loyers. Il est indéniable qu'en Asie orientale, où les densités humaines atteignent les records mondiaux, les loyers de bureaux des principales métropoles affichent des niveaux bien souvent supérieurs à ceux des villes européennes ou nord-américaines. Cependant, à y regarder de près, certaines anomalies peuvent être constatées. Ainsi, le niveau des loyers de bureaux à Séoul est équivalent à celui de Hong Kong (58,55 dollars/m² contre 58,91 dollars/m² en 2004 selon les chiffres de Richard Ellis), à performances économiques égales, alors que la densité démographique de la capitale sud-coréenne dépasse de très loin celle de l'ancienne colonie britannique (16 000 ha/km² contre 6000 ha/km²). On retrouve donc ici la prépondérance de la structure économique – en particulier l'importance du secteur financier – dans la formation des loyers de bureaux, mais là n'est pas la seule explication. Comme nous le verrons plus loin, le haut niveau des loyers dans les villes d'Asie tient à l'exceptionnelle cherté du sol, laquelle relève de choix politiques et économiques ayant placé le foncier au centre des modèles de croissance nationaux.

Le niveau d'équipement en infrastructures de transport et de télécommunication joue aussi, sans aucun doute, un rôle important dans la capacité des villes à s'insérer dans la concurrence mondiale et exerce de ce fait une forte influence sur la formation des loyers de bureaux. Toutefois, les gigantesques investissements entrepris dans ce domaine au cours des deux dernières décennies et la relative standardisation des normes d'accès au statut de « ville internationale », dans les pays industrialisés et les pays émergents, ont concouru à niveler les avantages relatifs des diverses métropoles.

Par ailleurs, lorsque les salaires et/ou les charges sociales sont faibles, les occupants de bureaux peuvent accepter d'acquitter un loyer plus élevé. Le plus faible niveau de prestations sociales en Grande-Bretagne contribuerait ainsi, selon certains auteurs, à expliquer en partie l'écart entre Londres et les autres grandes capitales financières européennes (Paris et Francfort notamment). De même, les niveaux élevés des loyers à Pékin et Shanghai, au regard des capacités productives du pays, se justifient par le faible coût des salaires pour les entreprises internationales qui souhaitent profiter de l'eldorado chinois. Et contrairement aux autres pays

¹⁰⁴ Il s'agit de la concentration humaine dans la journée, lors des heures de bureau, par opposition à la densité démographique nocturne (nombre de résidents au kilomètre carré), qui peut être très faible dans un quartier d'affaires. À Tokyo, cette distinction est essentielle, car la densité résidentielle nocturne s'est beaucoup affaiblie au cours des années « de bulle », les résidents ayant été chassés vers la banlieue par les valeurs foncières très élevées du centre.

d'Asie, les NPI¹⁰⁵ et les pays émergents, qui ont vu tour à tour le niveau des salaires augmenter avec la rapide progression de leur croissance, la Chine offre aux investisseurs étrangers la promesse de salaires durablement faibles, grâce au volant de main d'œuvre flottante alimenté par l'exode rural (plus de 150 millions de migrants au total en 2004).

La fiscalité s'avère également jouer un rôle clé dans la formation des loyers de bureaux. Une faible imposition sur les bénéfices des entreprises et/ou sur l'occupation de l'espace (impôt foncier, taxe professionnelle et autres taxes basées partiellement ou totalement sur la valeur des actifs immobiliers) conduit naturellement les entreprises à accepter des loyers plus élevés. Le cas de Hong Kong en offre un bon exemple : la très faible taxation sur les bénéfices des entreprises (17,5% actuellement) a concouru au décollage économique de l'ancienne ville-état ; l'occupant britannique a compensé le manque à gagner par une politique d'offre foncière à haut prix, qui s'est tout naturellement répercutée sur les niveaux des loyers. En clair, ce que l'Etat a consenti d'une main aux entreprises sous la forme d'exonérations fiscales, il le reprenait de l'autre par la « rente » foncière.

Nous venons de voir un certain nombre de paramètres explicatifs des niveaux de loyers. Il en existe bien d'autres, et parmi ceux-ci, des facteurs difficiles à quantifier. C'est le cas, par exemple, de l'influence multiforme des réseaux diasporiques. Il existe une multitude de réseaux de ce type, mais c'est sans conteste la diaspora chinoise qui l'emporte en terme d'impact économique et financier dans les cadres nationaux dans lesquels elle intervient. Elle participe tout particulièrement à la dynamique des marchés de bureaux dans les grandes villes d'Asie orientale, à la fois comme demandeur et pourvoyeur de surfaces. Il convient par ailleurs de souligner, pour les facteurs quantifiables, la difficulté à mesurer la part relative de chacun d'eux dans la formation des loyers. Les formules hédoniques apportent un certain éclairage, mais elles ne peuvent saisir les processus de formation des loyers en dynamique, ceux-ci étant en constante évolution.

Les difficultés sont plus grandes encore depuis que la mondialisation a bousculé les anciennes hiérarchies territoriales. Les loyers tendent à s'égaliser dans les grandes régions du monde, du fait de la concurrence accrue entre les métropoles. Ainsi, les loyers à Pékin se rapprochent-ils progressivement de ceux de Tôkyô, sans que l'on puisse affirmer que le faible coût de la main d'œuvre et le fort potentiel de croissance de cette région – et plus généralement celui du pays – apporte une compensation suffisante au risque d'investissement et à la faible capacité de consommation de la majeure partie de la population.

On peut donc penser que la convergence des loyers se poursuivra à l'échelle continentale et dans une certaine mesure également à l'échelle planétaire, sous l'effet des logiques de convergence des rendements dans un marché immobilier global. Toutefois, il nous semble que les armatures urbaines des Etats-nations contribueront, du moins dans un premier temps, à préserver la hiérarchie des loyers de bureaux à l'échelon national. Ainsi, Paris pourra être dépassée par Dublin ou Stockholm dans la hiérarchie européenne des loyers de bureaux, mais il apparaîtrait illogique qu'elle le soit par Marseille ou Lyon. Tant que ces hiérarchies se maintiendront, les loyers des métropoles de second rang devraient plafonner à un niveau inférieur à celui des métropoles de premier rang dans le cadre national. Pour ces dernières, en revanche, point de plafond : les niveaux de loyers peuvent à l'occasion être surdéterminés par la rareté relative du parc de bureaux dans les segments supérieurs, comme c'est actuellement

¹⁰⁵ Nouveaux Pays Industrialisés.

le cas à Moscou, ou bien par un phénomène spéculatif d'envergure, comme à Hong Kong dans les années 1990.

Formation des prix

Examinons maintenant comment se fixent les valeurs immobilières. Dans ce marché dominé par l'investissement locatif, les investisseurs s'en tiennent généralement à la méthode DCF, selon laquelle les valeurs immobilières résultent des flux de revenus locatifs et des taux de rentabilité escomptée (ces derniers étant basés sur les taux de rémunération des placements alternatifs).

En principe, les taux de rentabilité ne devraient pas baisser en dessous d'un certain seuil, fixé par la rémunération des placements alternatifs. En effet, si la rentabilité locative tombe à un niveau très bas, il devient plus judicieux d'investir dans des titres financiers peu risqués, comme les bons du Trésor. Toutefois, dans la pratique, on s'aperçoit qu'un tel seuil n'existe pas. Au Japon, dans les années 1989-1991, les prix très élevés de l'immobilier avaient fait chuter le taux de rentabilité dans le bureau à moins de 1%, sans ce que cela ne fasse fléchir la demande d'investissement foncier. Il va sans dire que si le marché avait été fortement titrisé à l'époque, les gestionnaires de fonds auraient fui la place de Tôkyô. Nous avons vu plus haut que ces stratégies étaient néanmoins très rationnelles, puisqu'elles permettaient, dans le contexte de l'époque, de bénéficier des effets de levier du crédit tout en profitant des plus-values immobilières. À cela s'ajoutaient les effets incitatifs du système fiscal, qui permettait aux entreprises de déduire les acquisitions foncières de leurs bénéfices imposables.

On peut penser que la généralisation des méthodes de gestion anglo-saxonnes, qui valorisent la rentabilité au détriment de la plus-value, modifiera les stratégies des opérateurs immobiliers dans un grand nombre de pays. Cet effet se fera d'autant plus sentir que la titrisation progressera, notamment en Europe et en Asie. En conséquence, les marchés immobiliers s'ajusteront plus étroitement aux marchés locatifs. Ils n'en seront pour autant pas moins volatiles puisque, comme on l'a vu, l'immobilier indirect secrète ses propres dangers.

Il convient de dire ici quelques mots sur les taux d'intérêt. Ceux-ci interviennent à deux niveaux dans l'investissement immobilier :

- au niveau de l'endettement de l'acheteur, qui contracte généralement un emprunt pour financer son acquisition ;
- au niveau de la rémunération des placements alternatifs (actions, obligations et autres supports d'épargne).

Une baisse des taux d'intérêt doit en principe mécaniquement augmenter les valeurs immobilières et vice-versa. La baisse des taux allège en outre la dette des emprunteurs. Il existe toutefois une marge d'erreur importante entre taux d'intérêt réel et taux nominal. On sait que le premier n'est rien d'autre que le second duquel on a déduit l'inflation. Les emprunteurs peuvent toutefois se tromper dans leurs anticipations. Un cas de ce type s'est présenté en France dans les années 1980. L'inflation, encore très élevée en 1980 (14%), a chuté très vite sous l'effet de la nouvelle politique monétariste des autorités françaises, le niveau des taux nominaux étant passé à 2,6% en 1986. Cela a eu pour effet de faire grimper les taux d'intérêt réels des prêts immobiliers d'une valeur négative ou nulle à un niveau de 6,7% sur la même période. Habités à des taux d'inflation élevés, les investisseurs n'ont pas pris en compte l'alourdissement du coût du crédit. Au contraire, ils ont anticipé une reprise de l'inflation après 1986, ce qui les a amenés à escompter des taux de croissance de loyers sans

aucun rapport avec les niveaux observés des taux d'inflation (Aveline, 1995b). Preuve, s'il en est, que le jeu des opérateurs de marché peut singulièrement perturber la mécanique bien huilée de la DCF¹⁰⁶...

I.2. Le secteur du logement

Le secteur du logement se distingue de celui des bureaux sur deux points essentiels : il est constitué en grande partie de propriétaires-occupants d'une part ; l'investissement direct y est plus important d'autre part, car le processus de financiarisation y est moins avancé. Pour ces deux raisons, les loyers et les taux de rendement locatifs y jouent un rôle moins directeur que sur le marché du bureau.

Les « fondamentaux » des loyers sont dictés par les revenus des ménages, lesquels sont dépendants de la conjoncture. Les ajustements s'opèrent toutefois avec moins de souplesse que dans l'immobilier d'entreprise, du fait des mesures de protection des statuts locatifs dans le logement.

De même, l'articulation entre loyers et prix y est plus complexe que dans le bureau, car les aides au logement, directes ou indirectes, affectent tout à la fois le marché du locatif et celui de l'accession à la propriété. Deux catégories d'acquéreurs interviennent sur ces marchés : les propriétaires-bailleurs et les propriétaires-occupants. Leurs stratégies d'investissement et leurs conditions d'endettement peuvent considérablement différer.

Des stratégies d'acquisition contrastées

Les propriétaires-bailleurs peuvent être des ménages ou des entreprises. Lorsqu'il s'agit de ménages, ils sont le plus souvent déjà propriétaires du logement qu'ils occupent (sauf s'ils investissent dans de l'immobilier indirect, où le coût d'entrée est bien plus faible). Comme ils ne sont pas demandeurs d'un service logement, ils sont moins contraints que les autres ménages par la localisation, la surface et la qualité du logement. Leur choix d'investissement répond à deux grands critères : les taux de rentabilité locatif et l'avantage fiscal relevant des politiques de soutien au logement. Quand la « prime fiscale » est importante, comme c'est le cas pour les dispositifs d'amortissement Perissol et Robien¹⁰⁷, les acheteurs sont moins regardants sur les rendements locatifs. Une partie de la « prime fiscale » – offerte *in fine* par l'ensemble des contribuables – se trouve alors capitalisée dans le prix de vente des logements, au bénéfice des promoteurs et marchands de biens.

D'autres objectifs peuvent être poursuivis, comme par exemple celui de louer provisoirement le logement dans l'attente de la retraite. Dans ce cas, la stratégie de l'investisseur s'apparente à celle du propriétaire-occupant. On notera cependant que les conditions d'accès au crédit sont très différentes dans l'un et l'autre cas, puisque l'investisseur bailleur n'est pas limité par ses ressources (il suffit que son projet locatif soit solide), contrairement au propriétaire-occupant¹⁰⁸.

¹⁰⁶ Méthode *Discounted Cash Flow* (cf. II /II-1).

¹⁰⁷ Le dispositif Robien soutient 50% de la construction neuve en France actuellement.

¹⁰⁸ Le propriétaire bailleur peut recourir à un prêt finançant la totalité de l'investissement locatif (voire plus de 100% pour inclure les droits de mutation), puisqu'il rembourse la banque avec ses revenus locatifs (ou son loyer implicite s'il occupe, plus tard, lui-même son logement). Le propriétaire-accédant est quant à lui soumis à la règle prudentielle du taux d'effort de 33% (le remboursement des emprunts ne devant pas dépasser le tiers de ses revenus).

Les propriétaires-occupants sont, quant à eux, à la fois demandeurs d'un service-logement et d'un produit d'épargne. Comme le premier objectif tend à l'emporter sur le second, la démarche de ces ménages n'est bien souvent pas conforme à la stricte rationalité économique. La poursuite d'externalités positives de diverses natures, comme la qualité du cadre de vie, l'homogénéité sociale ou la qualité des services d'un quartier (et tout particulièrement des services scolaires) peut amener les plus aisés d'entre eux à accepter de payer une prime pour l'acquisition de leur logement, prime qu'un locataire accepterait plus difficilement de payer.

Les ménages effectuant leur première démarche d'acquisition (les primo-accédants) ont bien souvent pour stratégie de s'endetter au maximum de leurs capacités financières, de façon à bénéficier pleinement du service-logement. On considère généralement que les prix des logements ne devraient pas excéder 5 fois le salaire annuel moyen des ménages, mais bien rares sont les grandes villes où c'est le cas. Dans le centre de Paris, le ratio prix immobiliers-salaires excède actuellement les 11 ans, alors qu'il n'avait que très peu évolué pendant toute la période de 1965 à 1985. Dans la capitale japonaise, il grimpait jusqu'à 17 ans en 1989. Et ne parlons pas des grandes villes des pays en développement, où ce ratio perd toute sa pertinence au regard des maigres ressources d'une grande partie de la population ; sauf à prendre en compte les revenus de la famille élargie à plusieurs générations.

La faible progressivité des revenus ne suffit pas à tempérer la hausse des prix du logement, car la majorité des ménages sont déjà propriétaires ou héritiers de biens immobiliers. En Europe de l'Ouest, seuls des pays comme la Suède, l'Allemagne et la Suisse ont un taux de propriétaires-occupants inférieur à 50%. Il est d'ailleurs très frappant de constater que ce sont les pays où le taux de propriétaires-occupants est parmi les plus élevés d'Europe, comme le Royaume-Uni (69%), l'Espagne (82%), l'Irlande (78%), qui ont connu récemment les plus fortes hausses de prix dans le secteur résidentiel. Si tous les propriétaires font des transactions entre logements d'un montant équivalent, peu importe en effet que la valeur des biens immobiliers atteigne 5 ou 20 années de leur salaire. Les prix des logements peuvent alors se déconnecter des flux de l'économie productive. Mais le problème, c'est qu'aucun marché résidentiel ne peut être composé exclusivement de propriétaires. D'abord parce qu'il y aura toujours des locataires issus de la décohabitation (jeunes quittant le foyer familial, mais aussi, de plus en plus, ménages divorcés ou séparés). Ensuite parce que la mobilité des personnes devient une variable majeure d'ajustement de l'emploi dans des systèmes productifs soumis à de rapides mutations. Dans ces conditions, le gonflement actuel des valeurs immobilières dans un certain nombre de grandes villes – parmi lesquelles plusieurs villes françaises – constitue une menace à prendre très au sérieux.

La situation est d'autant plus préoccupante que les grandes variables ayant permis jusqu'ici d'ajuster des revenus peu progressifs à des valeurs résidentielles en forte hausse, ne pourront vraisemblablement fonctionner aussi efficacement dans l'avenir. Les aides au logement, en accession comme en locatif, vont en effet poursuivre leur recul pour ne pas obérer les finances publiques. Il sera par ailleurs difficile de faire baisser davantage les taux d'intérêt, leur niveau actuel étant déjà très bas. Quant au coût de l'énergie et des matières premières, c'est plutôt une progression qui s'annonce qu'une poursuite de la baisse (Auréjac, 2004).

Flexibilité des marchés

Les marchés disposent néanmoins d'une certaine dose de flexibilité avant de buter sur les contraintes de solvabilité des ménages. Ces derniers peuvent en effet s'éloigner du centre pour trouver des niveaux de loyer ou de prix compatibles avec leurs revenus. Tôkyô a offert l'exemple le plus caricatural de ce type de desserrement résidentiel, avec une dilataion de son bassin d'habitat jusqu'à 120 km de diamètre dans les années 1990¹⁰⁹. L'éloignement amoindrit toutefois la productivité des ménages et réduit leur capacité de rebond en cas de chômage¹¹⁰. Ce mode d'ajustement se traduit en outre par un phénomène de mitage urbain, très fortement générateur de coûts indirects (coût supplémentaire en infrastructures de transports et en équipements collectifs) et de désorganisation spatiale (mélange d'activités).

Un autre facteur d'ajustement, généralement combiné au premier, consiste à allonger la durée du crédit consenti aux primo-accédants. Au Japon, on n'hésitait pas, pendant les années d'euphorie, à endetter les ménages sur le dos des générations futures en accordant des prêts sur plus de 50 ans. Il est devenu courant, en Grande-Bretagne, d'octroyer du crédit immobilier sur 30 ans, pratique qui s'observe aussi depuis peu en France. On remarquera qu'en dépit du bas niveau actuel des taux nominaux, le surcoût pour l'emprunteur est loin d'être négligeable. Mais cet effort financier supplémentaire apparaît relativement indolore puisqu'il ne modifie pas montant des mensualités.

Enfin, une dernière solution consiste à accepter une réduction de la surface habitable. Il semble ne pas y avoir de limites à l'entassement des familles dans les logements des pays en voie de développement. Dans les pays industrialisés également, la décohabitation des jeunes tend à se ralentir sous l'effet de l'enchérissement du foncier et des mauvaises perspectives de l'emploi.

II-3. Articulation foncier-immobilier

Le lien entre prix fonciers et immobiliers, qu'il s'agisse du bureau ou du logement, est bien plus complexe encore que l'articulation entre loyers et valeurs immobilières. Il peut arriver que les valeurs foncières atteignent des niveaux excessifs au regard des performances attendues des opérations immobilières. Dans ce cas, le compte à rebours ne fonctionne plus : l'investissement foncier répond à une logique de placement patrimonial ou financier qui occulte la valeur d'usage immédiate du terrain.

C'est sans conteste le Japon qui a offert, au cours des années 1985-1995, l'exemple le plus spectaculaire d'une telle déconnexion. Mais les opérateurs immobiliers nippons ont su trouver la parade : ils ont lancé dans les années 1980 une politique de « softisation immobilière » (*sofuto-ka*), consistant à construire sur le terrain d'autrui en n'imputant pas le foncier dans l'opération. Plusieurs formules innovantes reposant sur ce principe ont été mises en place pendant la période 1985-1990¹¹¹ (Aveline, 1995a). Les propriétaires fonciers ont été invités à mettre leurs terrains à disposition des banques (*Trust banks*) ou des promoteurs pour que

¹⁰⁹ La capitale japonaise connaît une contraction de son bassin résidentiel depuis une décennie, en raison de l'actuelle surabondance foncière dans les zones centrales (Aveline, 2004a).

¹¹⁰ L'éloignement géographique exerce un effet amoindrissant sur les opportunités d'emploi des ménages, du fait de la perte de contact avec les pôles dynamiques de l'agglomération. Pour une synthèse sur cet effet dit de « *spatial mismatch* » dans les villes nord-américaines et européennes, voir Yves Zenou (2004), « Les inégalités dans la ville », in Institut des Villes (direction), *Villes et Economie*, Paris, La Documentation française, 109-128.

¹¹¹ On trouvera une description détaillée de ces formules dans notre ouvrage *La bulle foncière au Japon* (1995).

ceux-ci y construisent des immeubles de bureaux ou des résidences locatives, dont les revenus remboursaient le coût de construction (le propriétaire du terrain occupant lui-même les étages les plus confortables). Le succès de ces formules a ainsi permis d'alimenter les marchés immobiliers locatifs (bureaux et logements) à des niveaux compatibles avec la demande. Cette situation a certes été facilitée par la longue tradition de déconnexion entre les droits fonciers et immobiliers dans ce pays¹¹² (Inamoto, 1989, 2000). Mais elle nous montre qu'il n'y a pas de limite aux « fondamentaux » : quand la solvabilité des ménages et la capacité de paiement des entreprises est dépassée, on peut passer – temporairement du moins – à d'autres systèmes qui escamotent la charge foncière, retardant en conséquence la perception des anomalies du marché.

Force est donc de constater que les systèmes urbains peuvent, dans certains cas, faire preuve d'une extraordinaire plasticité pour s'adapter à la dictature du foncier. L'inventivité de la société japonaise à cet égard peut s'expliquer, de notre point de vue, par le fait qu'elle ait fait reposer son modèle de croissance sur l'économie foncière, mais aussi par la relative docilité d'un peuple tourné pendant quarante ans vers l'effort productif en vue du « rattrapage avec l'Occident ».

S'il n'existe pas, à l'évidence, de limite maximale en matière de loyer ni de prix du logement, il n'est pas certain que les sociétés puissent accepter durablement des niveaux excessifs. On peut penser que des forces de rappel, en rapport avec les facteurs de l'économie réelle, agiront régulièrement pour rétablir un niveau « tolérable ». Mais le degré d'action de ces forces dépend du degré d'acceptabilité sociale et politique de chaque culture nationale. En tout état de cause, rien ne permet de penser que le système doive nécessairement retrouver son équilibre initial. On peut supposer par ailleurs que des forces de rappel tendront à se généraliser avec le décloisonnement des marchés immobiliers locaux, sous l'effet de la globalisation et de la standardisation de l'immobilier. Mais le processus de cloisonnement est encore loin d'atteindre la même intensité dans tous les pays.

Les multiples usages du foncier

Le Japon ne détient pas l'exclusivité de la déconnexion entre marchés fonciers et immobiliers. Bien d'autres pays ont été, et restent pour certains d'entre eux, confrontés à des phénomènes de ce type, sans que toutefois le décalage atteigne un niveau aussi spectaculaire. Il nous faut donc examiner de plus près ce qui pousse les investisseurs à poursuivre leurs acquisitions foncières quand la rentabilité de ces placements s'est dégradée de façon patente. .

¹¹² Précisons que jusqu'à une période très récente – que l'on peut dater au lancement des marchés immobiliers indirects au Japon –, la notion d'immobilier était pour ainsi dire inexistante dans ce pays. Le terme *fudousan* (« actif non mobile » transcrit littéralement du français « immobilier » à la fin du XIX^{ème} siècle existe bel et bien, mais il était utilisé dans un champ sémantique restreint à la publicité foncière (enregistrement séparé des biens aux registres foncier et immobilier) et à la comptabilité. Il n'était jamais associé à l'idée de marché (marché immobilier), car seul le marché foncier était digne d'intérêt. Les immeubles n'ont au Japon aucune valeur patrimoniale ni historique (même les temples bouddhistes et les sanctuaires shintos ont été reconstruits maintes fois, parfois sur de nouveaux sites), leur seule valeur était limitée à l'amortissement du coût de construction, estimé généralement à 10 ans. D'où l'incroyable mouvement brownien qui préside, dans les grandes villes, à la reconstruction permanente du bâti, dans le sens « naturel » d'une verticalisation du profil urbain (pour plus de détails sur cet aspect, voir Aveline, 2004).

Dans beaucoup de pays, l'imaturité du système financier fait du foncier le principal instrument d'épargne. Même quand il existe des produits d'investissement alternatifs, c'est lui qui offre les meilleures garanties, car il valide la matérialité de l'épargne et la prémunit de l'érosion monétaire. L'investissement foncier revêt aussi souvent un caractère affectif. Il peut marquer l'attachement à la mère-patrie pour les réseaux diasporiques. L'affectif pousse parfois très loin : il s'agit de montrer aux gens du village natal que l'on a réussi à l'étranger ; quoi de plus parlant que d'acheter quelques terres pour en attester ? Cette pratique est très courante au Liban. Bien sûr, l'intérêt rejoint l'affectif, quand l'investissement dans la terre se généralise et que les anticipations sur les plus-values futures s'auto-réalisent. Ajoutons que la propriété foncière et immobilière est aussi un moyen de parer aux vieux jours, surtout dans les pays où la protection sociale est déficiente, comme c'est le cas de la majorité des pays asiatiques et des pays en voie de développement.

L'investissement foncier offre également des avantages pour le recyclage de l'argent sale. Des sommes considérables peuvent être investies sur un seul actif, ce que facilite la pratique généralisée des dessous-de-table et des commissions occultes – pratique d'ailleurs fort répandue dans nombre de pays industrialisés. Les liens étroits de la pègre avec l'immobilier sont bien connus¹¹³. Bien des trafics illicites se recyclent dans l'investissement foncier : trafic d'armes, de drogue, jeux ou prostitution. Dans les pays en guerre, le foncier apparaît de surcroît comme le seul instrument d'épargne indestructible (cas du Liban pendant la guerre civile).

Le foncier constitue aussi une excellente garantie pour lever des capitaux auprès des banques. Car les banquiers sont, eux aussi, mis en confiance par la nature matérielle des actifs fonciers et leur réputation d'inexorable enchérissement. Il va sans dire que quand l'épargne s'investit massivement dans le foncier, elle augmente la demande de terrains – indépendamment des besoins en surfaces bâties – dans un contexte de rétention spéculative des sols. L'inélasticité de l'offre entraîne une hausse des prix qui contribue à autovalider les croyances en l'enchérissement perpétuel des valeurs foncières.

Toutefois, pour que le foncier puisse rester un objet de placement privilégié, certaines conditions sont indispensables. D'abord, il faut qu'il y ait un consensus national pour accorder la priorité à la propriété privée au détriment de l'intérêt collectif. Un tel consensus se forge dans le temps, les cultures locales évoluant en fonction des équilibres régissant les marchés immobiliers, notamment dans le secteur résidentiel. Toutefois, pour que la toute-puissance de la propriété et la hausse des valeurs foncières qui l'accompagne n'entraînent pas une crise majeure du logement, il est nécessaire qu'au moins une partie de l'habitat des ménages défavorisés soit fourni par l'Etat ou par ses substituts (associations caritatives, communautés religieuses, secteur privé directement ou indirectement subventionné...). On peut penser ainsi que le Liban n'aurait pu rester aussi longtemps un « paradis foncier » sans l'implication des communautés religieuses – musulmanes surtout – dans l'offre de logements

¹¹³ Le rôle des *yakusa* dans le mécanisme spéculatif au Japon a été souligné à maintes reprises. La pègre est intervenue aux deux étapes du cycle: elle a contribué à la phase d'expansion en aidant les propriétaires fonciers à se débarrasser de leurs locataires et en faisant un large usage des « effets de levier » du crédit pour investir les marchés fonciers; au cours de la phase descendante, elle a fait obstacle au recouvrement des créances douteuses par les banques, pour leur propre compte, mais aussi pour le compte de tiers, en occupant illégalement des immeubles et en exerçant des menaces sur les responsables des banques.

pour les plus démunis sur leurs terres *waqfs*¹¹⁴. De même, au Japon, la question du logement aurait été bien plus explosive si l'Etat n'avait largement subventionné les migrations pendulaires des ménages – tout particulièrement par le rail –, ce qui a permis au secteur privé de pourvoir à une offre de logements de masse (le plus souvent sous forme de maisons individuelles) à très grande distance des centres urbains.

Le consensus en faveur de la propriété se traduit par une fiscalité très faible sur la détention de terrains. Il est impératif, en effet, de minimiser le coût de détention des terres de façon à permettre un portage de long terme. Rares sont les pays à taxer lourdement la propriété foncière. On pourra citer, dans cette catégorie, le Canada et les Etats-Unis, où les taux d'imposition effectifs¹¹⁵ voisinent les 1% (contre 0,03% en France) et où les recettes de l'impôt foncier assurent plus de 70% des revenus des municipalités.

Le plein exercice de la propriété suppose également que les règles d'occupation des sols ne soient pas trop contraignantes. Ce qui compte, en particulier, c'est de garantir l'équité entre propriétaires en limitant le domaine des servitudes d'urbanisme (principe, soit dit en passant, qui entre en totale contradiction avec l'équité entre citoyens). Idéalement, toutes les terres devraient être constructibles, fussent-elles situées au fin fond des campagnes ou dans des zones de protection naturelle. Ainsi, au Japon, la frontière entre zones urbaines (ZU) et zones d'urbanisation contrôlées (ZUC, en principe inconstructibles) existe bel et bien sur les plans d'occupation des sols, mais s'avère dans les faits extrêmement poreuse. En témoigne la très faible différence de prix des terrains situés de part et d'autre de cette frontière. Ainsi, dans la zone urbaine de Yokohama – seconde ville japonaise au plan démographique –, les terres des ZUC, situées non loin des ZU, sont vendues seulement à un prix inférieur de 20% à 30% à celui du terrain constructible, ce qui prouve que les acheteurs anticipent le reclassement de ces zones ou le relâchement des règles de construction. Et pour ceux qui souhaitent tirer le meilleur profit de ces terres, il est toujours possible d'aménager un cimetière privé, dont la vente des concessions rapportera le double de celle des terrains à bâtir avoisinants¹¹⁶ (Aveline, Jimenez, 2000). La situation n'est pas différente dans les zones de protection naturelle et les parcs nationaux du Japon, au sein desquels se dressent partout des complexes touristiques attestant du primat de la propriété foncière.

Au Liban, le tableau est bien plus préoccupant encore. Il ne reste plus guère d'espaces naturels sur le littoral et dans la Montagne¹¹⁷, le bétonnage s'y étant généralisé au cours des trente dernières années. Cette situation est certes en grande partie imputable à la guerre civile, qui a encouragé l'occupation illégale des sols et entraîné d'importants déplacements de population. Mais la guerre n'explique pas pourquoi la Montagne s'est hérissée de résidences secondaires de plus de quatre étages. Par ailleurs, pour freiner la contraction préoccupante des espaces agricoles dans la périphérie de Beyrouth, les autorités y ont fixé des COS très faibles,

¹¹⁴ Les *waqfs* sont des terres détenues par des communautés religieuses et qui sont en principe inaliénables.

¹¹⁵ Montant de l'impôt rapporté à la valeur de marché du bien.

¹¹⁶ Les concessions étant de très petite taille (un ou deux mètres carrés), elles peuvent être commercialisées à un prix au mètre carré bien supérieur à celui des parcelles à bâtir. Au cours des années 1990, le prix unitaire d'une concession s'élevait à 20 000 euros dans les ZUC de Yokohama (à environ 40 km du centre de Tokyo).

¹¹⁷ Nom de la région montagneuse du pays d'où sont originaires les chrétiens maronites.

de 0,5¹¹⁸). Il serait bien plus efficace de déclarer ces surfaces inconstructibles, mais une telle décision administrative serait inacceptable pour les propriétaires...

A l'inverse, dans les pays où les pouvoirs publics interviennent activement dans la production de terrains à construire (cas des pays d'Europe du Nord), dans ceux qui taxent lourdement la propriété foncière (Etats-Unis, Canada) et plus généralement dans tous ceux qui imposent des réglementations restrictives sur l'usage des sols, il devient très risqué, voire impossible, d'acheter des terrains et d'attendre tranquillement que les prix montent. Cela n'empêche pas ces pays de connaître à l'occasion des mouvements cycliques de grande amplitude sur les marchés fonciers et immobiliers, mais dans la mesure où la rétention spéculative des sols y est difficile, la déconnexion entre marchés fonciers et immobiliers y est moins durable que dans les autres pays.

On peut constater, par ailleurs, que le secteur locatif privé est souvent moins développé dans les pays où les valeurs foncières et immobilières sont élevées, sauf dans le cas particulier de Hong Kong. Ce constat n'a rien de surprenant, dans la mesure où la faible rentabilité des loyers ne peut que décourager l'investissement locatif privé. Toutefois, la causalité est loin d'être univoque. Les niveaux élevés des valeurs foncières résultent aussi, le plus souvent, de politiques valorisant la propriété foncière. C'est très manifestement le cas en Grande-Bretagne depuis 1979 (avec pour point de départ la politique de *right to buy*¹¹⁹ de Margaret Thatcher), au Japon ou encore au Liban. À l'inverse, dans un pays comme la Suisse, où l'absence de sacralisation de la propriété et la lourde taxation des plus-values immobilières ont présidé au développement d'un puissant secteur locatif dominé par des investisseurs institutionnels, les loyers et les prix immobiliers atteignent des niveaux très raisonnables au regard des performances économiques du pays.

Les différents segments des marchés fonciers

Les rapports entre le foncier et l'immobilier présentent des différences significatives selon la nature des acquéreurs et des biens échangés. Comme l'a montré notre étude des marchés toulousains, les prix des terrains sont les plus stables sur les marchés de la maison individuelle en secteur périurbain, car les acquéreurs sont bien souvent des ménages primo-accédants contraints par leur budget. Par contraste, les marchés du collectif et du bureau sont dominés par des investisseurs, intervenant directement ou indirectement par le biais de fonds de placement, et dont les arbitrages entre produits d'épargne conduisent à une plus grande volatilité des prix. Le coefficient multiplicateur de l'immobilier sur le foncier y est donc plus élevé, d'autant que la réglementation sur les droits à construire, elle aussi instable, favorise les anticipations spéculatives. Le caractère plus cyclique de ces marchés tient également à la myopie des acquéreurs quant aux besoins réels de surfaces des utilisateurs finals (entreprises locataires pour les bureaux, ménages locataires pour les logements collectifs), contrairement au marché de la maison individuelle, dominé par une demande de service-logement satisfaite au fur et à mesure. Cette myopie a conduit, dans le cas de Toulouse, à une surallocation des capitaux vers un même type de produit : les petits logements pour étudiants.

¹¹⁸ Possibilité de construire 50 m² de surfaces hors œuvre nette sur un terrain d'une surface de 100 m².

¹¹⁹ « Le right to buy » était le droit d'acquisition des logements locatifs sociaux par les locataires.

Effets de contagion

On retrouve des logiques comparables sur les marchés immobiliers de Tôkyô, bien que le phénomène spéculatif ait frappé plus sévèrement les marchés d'utilisateurs. Dans les périphéries de la capitale japonaise, à une distance de 40 à 50 kilomètres à l'ouest¹²⁰ des quartiers d'affaires, les terrains à usage résidentiel ont en effet connu une hausse de près du double de leur valeur entre 1987 et 1989. Cette évolution est néanmoins demeurée modérée au regard de la prise de valeur des terrains du centre. Dans les arrondissements de Chiyoda-ku et Minato-ku, les valeurs ont quasiment quadruplé entre 1984 et 1988, et ce en dépit des niveaux initiaux déjà très élevés. Le déclin des prix intervenu par la suite a pris une allure régulière dans le cas des arrondissements centraux, jusqu'à retrouver les niveaux d'origine, alors que les valeurs de 1988 se sont stabilisées en banlieue. Cette moindre cyclicité des valeurs foncières en périphérie qu'au centre s'explique, tout comme dans le cas toulousain, par l'effet stabilisateur d'acheteurs principalement à la recherche d'un service logement, sous la forme dominante du pavillon de banlieue¹²¹.

Le mécanisme spéculatif à Tôkyô est généralement expliqué par un phénomène de propagation de la flambée foncière des marchés du bureau du centre (3 arrondissements centraux) vers les arrondissements des périphéries, puis vers la grande banlieue. Le grand vecteur de contamination fut une disposition fiscale, le *kaikae tokurei* (littéralement « cas spécial de substitution »), exonérant la vente des résidences principales de la taxation de la plus-value, à condition que le produit de la vente soit reporté en totalité sur un nouveau bien dans la même année. Ce système avait pour objectif de densifier le centre en incitant les propriétaires d'échoppes et de petits logements à s'installer en banlieue. Le résultat ne se fit pas attendre : les petites parcelles des zones centrales de Tôkyô furent massivement cédées, ce qui fit affluer des capitaux vers les arrondissements périphériques¹²². La demande se porta tout particulièrement sur les arrondissements résidentiels les plus prisés de l'ouest et du sud : Setagaya, Ota et Nerima et Suginami. Loin de niveler les prix, la flambée foncière a donc au contraire exacerbé l'écart entre les différents arrondissements de Tôkyô (graphique 8). Le *kaikae tokurei* a été supprimé en 1988, puis pleinement réintroduit en 1993, pour ne pas aggraver la crise immobilière.

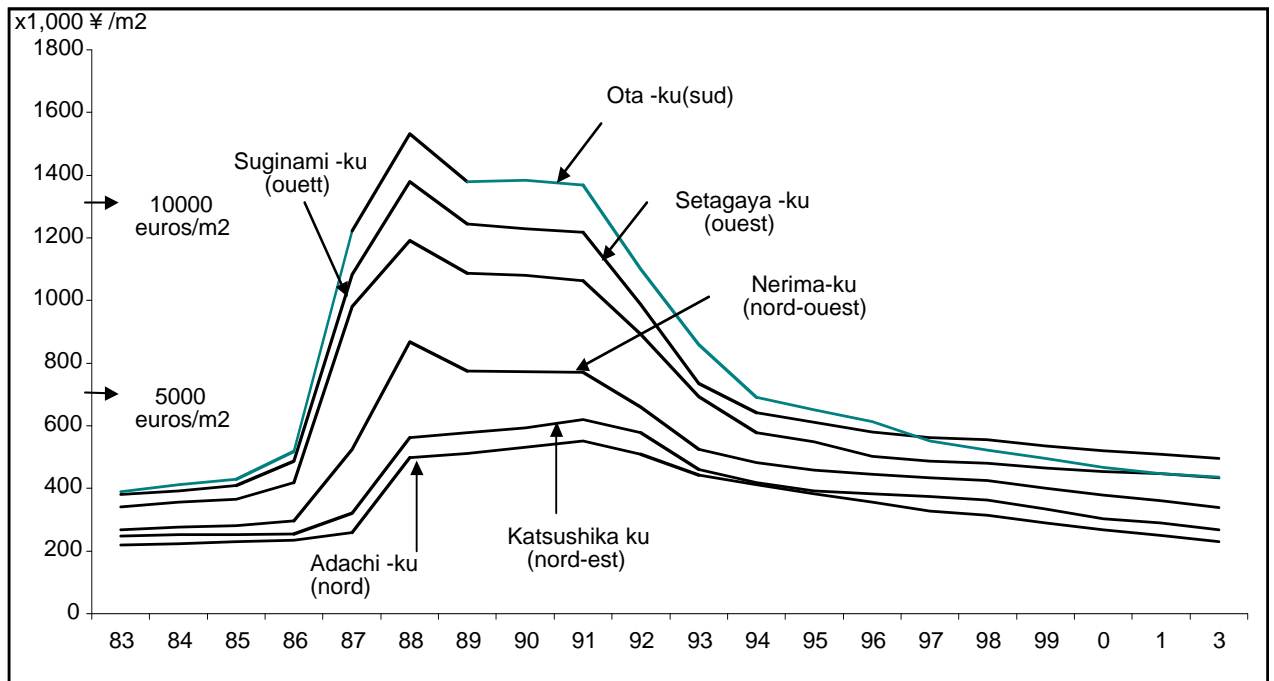
On notera avec intérêt que la Région Parisienne a connu, au cours de la même période, un formidable mouvement haussier des valeurs foncières dans les quartiers d'affaires centraux et certaines communes de banlieue. Comme à Tôkyô, la flambée des terrains a diffusé vers l'ouest, touchant pour l'essentiel les communes déjà les plus chères de la région (quartile des 20 arrondissements parisiens et des quatre communes de banlieue sur le graphique 9). Les écarts de prix dans l'espace se sont donc creusés de façon spectaculaire, jusqu'à ce que le

¹²⁰ Les statistiques ne sont disponibles qu'à l'échelon préfectoral, qui s'étend principalement vers l'ouest et comprend les trois entités administratives suivantes : zone des 23 arrondissements, zone de Tama et archipel Izu-Bonins.

¹²¹ Le modèle d'habitat a été traditionnellement le pavillon de banlieue, mais il tend depuis peu à céder la place à la résidence de haut-de-gamme, située non loin du centre et dans l'immédiate proximité d'une grande gare ferroviaire.

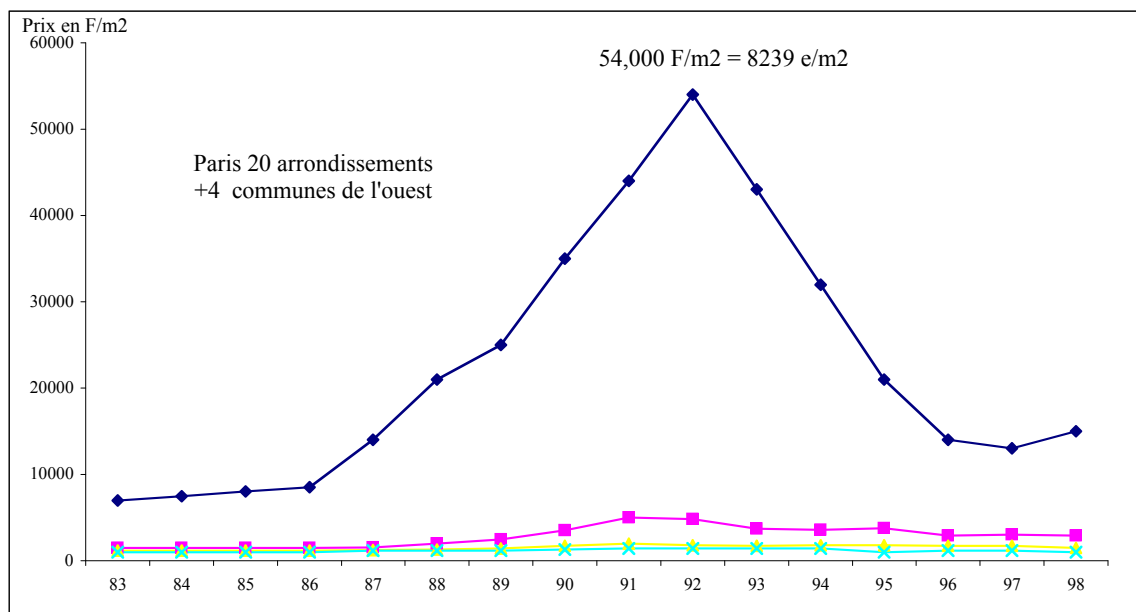
¹²² Selon le livre blanc de l'ANT, environ 30% des parcelles étaient acquises par ce biais en 1988 dans les arrondissements de Setagaya, Nerima et Suginami.

Graphique 8. Propagation de la hausse des valeurs foncières au sein de l'agglomération de Tôkyô.



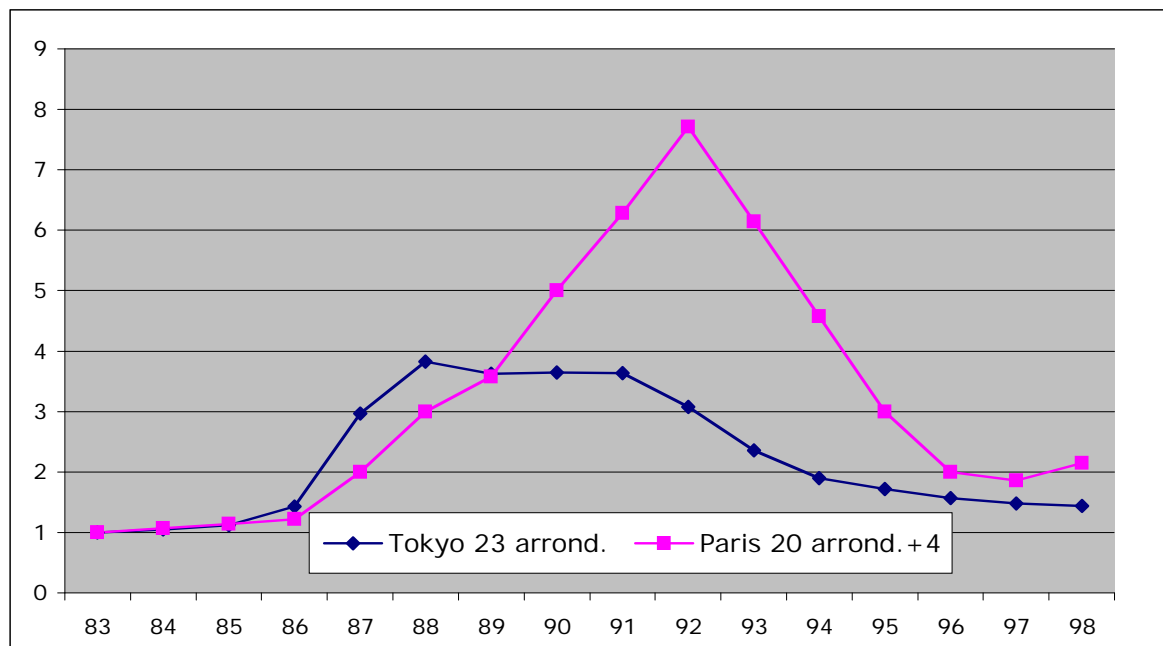
Source : annuaire Mitsui Fudosan 1993

Graphique 9. Évolution des valeurs foncières en Région Parisienne (1983-1998)



Source : Etudes Foncières

**Graphique 10 . Évolution comparée des prix des terrains résidentiels à Paris et à Tôkyô
(1983 = base 1)**



retournement des marchés opère un nivellement. À l'origine de ce phénomène se trouve, comme à Tôkyô, une disposition réglementaire dont la modification a entraîné un effet de contagion. Il s'agit, comme on le sait, de la procédure d'agrément¹²³, introduite en 1960 pour rétablir l'équilibre spatial de l'agglomération en freinant la construction de bureaux dans l'ouest. La suppression de ce verrou, en 1985, a provoqué une explosion de la construction de bureaux dans la partie occidentale de l'agglomération: sur les 12 millions de mètres carrés autorisés en Ile-de-France entre 1985 et 1990, 45% concernaient le seul département des Hauts-de-Seine. À partir de 1990, l'agrément fut partiellement rétabli, puis libéralisé en 1995. Entre-temps, les valeurs foncières s'étaient multipliées par quatre dans la proche banlieue de l'ouest parisien – à l'exception notable de Nanterre – et dans le technopole de Saclay. Paris était devenue la ville la plus chère d'Europe pour le logement.

Bien sûr, la contamination n'aurait pas été aussi spectaculaire, dans l'un et l'autre cas, si les règles de construction et d'affectation des sols n'avaient été libéralisées dans l'intervalle par les municipalités de banlieue. C'est donc tout le système qui est en cause, et non pas seulement le *kaikae tokurei* ou la suppression de l'agrément. Pourquoi, cependant, la flambée foncière a-t-elle eu un champ d'action aussi restreint ? Selon l'analyse statistique de Gaubert et Tutin, c'est le segment supérieur du marché de bureau, et lui seul, qui a joué un rôle directeur dans la hausse des valeurs foncières en Ile-de-France au cours des années 1985-1990. Or, ce secteur est concentré dans les communes de l'ouest parisien. De même, à Tôkyô, la flambée foncière a frappé d'abord les zones centrales de bureau – par le jeu des

¹²³ L'agrément ministériel est une procédure d'autorisation administrative, unique en Europe, qui concerne la construction de locaux professionnels ou d'enseignement en Région Ile-de-France. L'octroi préalable de l'agrément conditionne la délivrance du permis de construire. Introduit en 1960, l'agrément était obligatoire jusqu'en 1985, pour la construction de plus de 1000 m² de bureaux et pour l'utilisation de plus de 3000 m² de bureaux en blanc (bureaux non affectés).

remembrements fonciers –, avant de gagner les quartiers résidentiels prestigieux de l'ouest, plébiscités par les bénéficiaires du *kaikae tokurei*.

À l'heure où nous écrivons ces lignes, les marchés fonciers en France connaissent une nouvelle phase d'expansion, cette fois-ci surtout dans le secteur résidentiel. La flambée des prix n'est donc plus, désormais, limitée à la seule agglomération parisienne, mais touche la plupart des métropoles régionales, ainsi que plusieurs villes de moindre importance. La hausse des prix n'épargne pas non plus les communes industrielles de l'est et du nord de la Région Parisienne. Le cas de Tôkyô est très différent, car la phase de déclin du cycle foncier s'est accompagnée d'une grave crise financière, aggravée par les effets macro-économiques du retournement de la Bourse et de l'immobilier. Néanmoins, les quartiers anciennement industriels de l'est de l'agglomération connaissent, eux aussi, un frémissement – on ne peut guère encore parler de phase d'expansion –, sous l'effet de la politique de « renouvellement urbain » (*toshi saisei*) lancée en 2002 ainsi que du niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt.

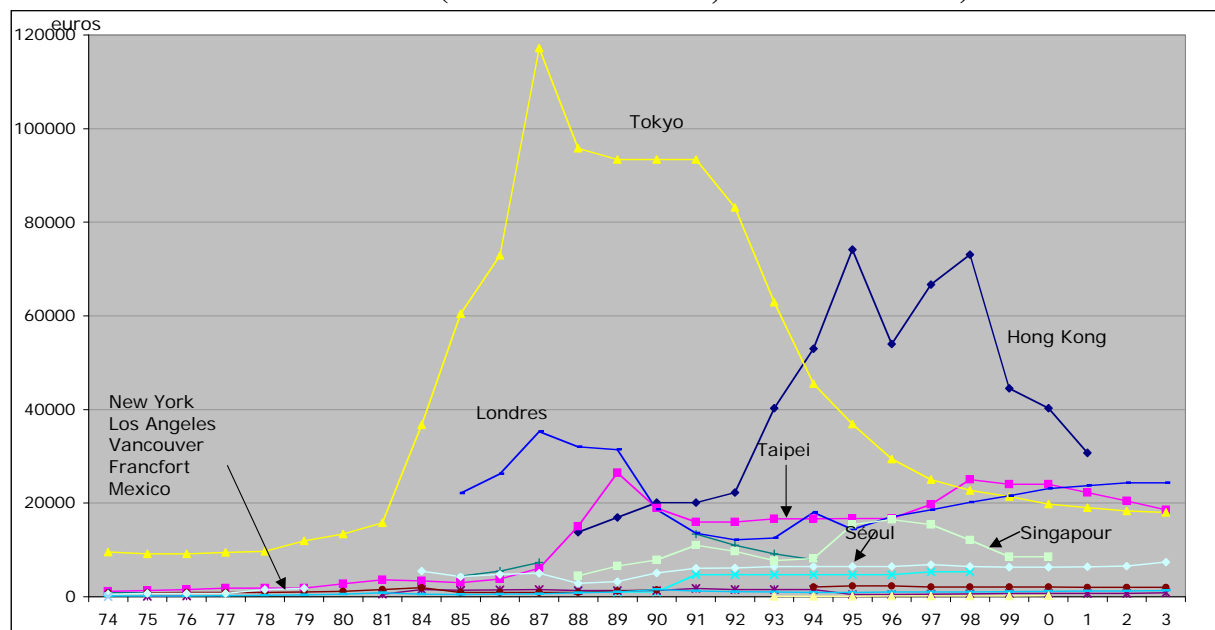
II. Les terrains les plus chers du monde

Tout préoccupants qu'ils soient, les niveaux des valeurs foncières en Europe sont bien loin d'atteindre ceux des grandes villes d'Asie du nord-est. Dans cette région en effet, le prix du sol atteint les plafonds mondiaux. Pourquoi ce phénomène est-il limité à certaines métropoles asiatiques ? Comment expliquer l'exceptionnel dynamisme des marchés fonciers dans cette région ? Pour pouvoir répondre à ces questions, il nous faut d'abord prendre la mesure de l'importance des mécanismes spéculatifs en Asie du nord-est. Puis nous tenterons de sérier les facteurs qui pourraient être à l'origine du niveau extravagant des valeurs foncières dans les métropoles concernées.

II. 1. Les villes d'Asie en tête du palmarès des valeurs foncières

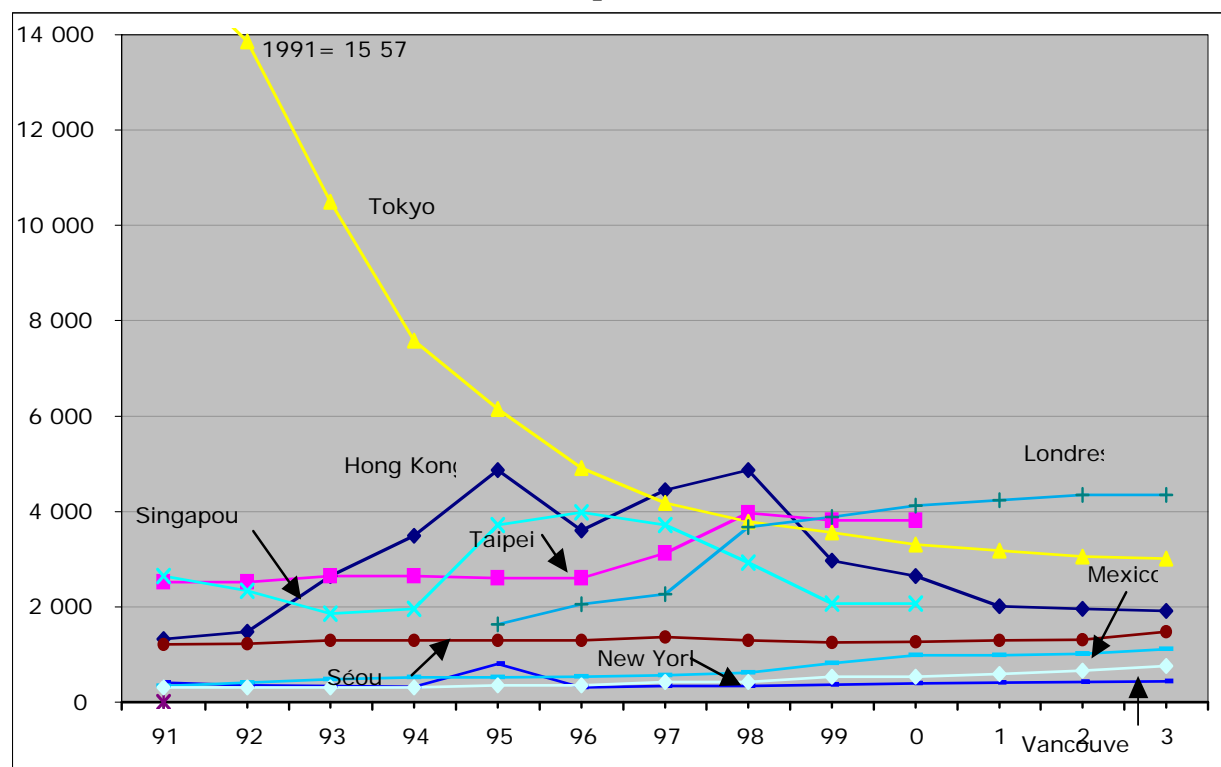
Il est très difficile d'effectuer des comparaisons internationales de prix fonciers, car cela nécessite de disposer de nomenclatures de données harmonisées sur des segments de marché bien différenciés. Nous avons exploité ici une base de données japonaise issue de l'Association Japonaise des Experts Immobiliers (*Nihon Kantei Kyokai*). Cet organisme a lancé, en 1974, un protocole de veille avec un réseau d'experts agréés dans plusieurs grandes villes mondiales, dont le nombre s'est étoffé au fil du temps. Bien que les données collectées ne correspondent pas aux montants des transactions effectuées sur les marchés locaux, mais reposent sur les estimations des experts du réseau, elles sont plus fiables que bien des données officielles. De plus, la nomenclature harmonisée des données autorise la comparaison, d'une ville à l'autre, entre les différents compartiments du marché. Trois grands segments sont distingués : celui de la maison individuelle, du logement collectif (condominiums) et du bureau. Pour chacun d'eux sont fournies des informations sur les valeurs foncières (à partir des années 1990 sont même indiqués des prix au mètre carré par unité de COS) et sur les prix immobiliers. Pour le marché du logement collectif et du bureau sont en outre distingués deux sous-segments, prestigieux et ordinaires. Nous ne présenterons ici que le marché du bureau, en nous limitant au seul sous-segment ordinaire pour éviter les effets de rareté relative des « niches » de prestige.

**Graphique 11. Prix des terrains à usage de bureau
(bureaux ordinaires, en euros 2004/m²)**



Source : calculs de l'auteur d'après les données du *Nihon kantei kyokai*

**Graphique 12. Prix des terrains à usage de bureau en euros 2004
au mètre carré par unité de COS**



Source : calculs de l'auteur d'après les données du *Nihon kantei kyokai*

Le graphique 11 fait ressortir clairement quatre villes asiatiques au palmarès des villes les plus chères : Tôkyô, Hong Kong, Taipei et Singapour. Parmi ces métropoles, c'est Tôkyô qui a mené la course dans les années 1980, avec une bonne longueur d'avance sur les autres. Le prix des terrains à usage de bureaux ordinaires y culminait, au tournant des années 1990, à un niveau 1,5 à 7 fois supérieur aux valeurs paroxystiques des autres villes du même groupe (117 208 euros/m² en 1991 contre 74 355 à Hong Kong en 1995, 26 501 à Taipei en 1989 et 16 502 à Singapour en 1995). Dans les autres régions du monde, seule la ville de Londres était en mesure de rivaliser avec Hong Kong, Singapour et Taipei, avec une pointe de 35 285 euros/m² enregistrée en 1987. Parmi les autres métropoles occidentales (en particulier, New York, Los Angeles, Vancouver, Francfort et Mexico), aucune n'a enregistré des valeurs foncières supérieures à 5 000 euros/m². Il convient de remarquer, toutefois, que les prix des terrains à Hong Kong et à Tôkyô tendent à rejoindre ceux des autres villes depuis l'éclatement des mécanismes spéculatifs. En 2003, Londres est même devenue plus chère que Tôkyô...

La prise en compte des prix au mètre carré par unité de COS accroît la pertinence de la comparaison. En effet, les écarts de ratios de volumétrie autorisés (COS) entre les différentes villes introduisent un biais important dans l'appréciation des valeurs foncières. Ainsi, il ne fait aucun doute que les prix dominants de Hong Kong incorporent en bonne partie la très forte densité du bâti dans cette ville, bien supérieure à celle de Taipei par exemple. Le graphique 12 présente donc une image plus fidèle à la réalité des prix.

Ce graphique fait apparaître encore plus nettement que le précédent l'extrême singularité du mécanisme spéculatif nippon, qui a porté les prix à 15 578 euros/m²/unité de COS en 1991, soit près de quatre fois le niveau paroxystique de la deuxième ville la plus chère, Hong Kong. Cette dernière se trouve ramenée à un niveau proche de celui des autres villes d'Asie, parmi lesquelles Séoul conserve une place en recul. En revanche, Londres conforte sa progression pour atteindre une position dominante en fin de période. Les métropoles nord-américaines (Mexico, New York, Vancouver) émergent à peine, avec des prix parfois très inférieurs à 1000 euros/m²/unité de COS.

II. 2. À la source des hauts niveaux du prix du sol

Le décalage entre l'Asie et l'Amérique du nord est particulièrement saisissant. À l'aune foncière, les capitales des pays les plus industrialisés d'Asie (Japon et NPI¹²⁴) occupent une position écrasante face à leurs consoeurs d'outre-Pacifique. Il nous faut donc rendre compte de ces niveaux exceptionnellement élevés. Nous examinerons ici le cas des trois métropoles parmi les plus chères du monde : Tôkyô, Hong Kong et Singapour.

Le premier facteur explicatif qui s'impose est bien évidemment le fameux « miracle asiatique ». C'est au Japon que ce phénomène a été initié, avant de gagner les NPI puis plus récemment la quasi-totalité des pays émergents d'Asie orientale¹²⁵.

Le Japon a en effet connu la croissance la plus fulgurante du monde au cours du vingtième siècle. Les grandes réformes engagées à la fin du XIX^e siècle par le gouvernement de Meiji¹²⁶ pour industrialiser le pays ont porté leurs fruits. De 1900 à 1994, le PIB a été multiplié par 49,

¹²⁴ Les Nouveaux Pays Industrialisés sont : Taiwan, Hong Kong, la Corée du Sud et Singapour.

¹²⁵ Parmi les pays de l'ASEAN+3, seuls le Laos et la Birmanie sont restés à l'écart du « miracle asiatique ».

¹²⁶ En 1868, la réforme de Meiji (*Meiji isshin*) porta le coup de grâce au régime féodal et initia la modernisation à marche forcée du Japon.

alors que dans le même temps, il n'a progressé que de 19 fois aux Etats-Unis, 13 fois en Allemagne et moins de 10 fois en France et en Grande-Bretagne (tableau 5). Dans l'après-guerre, le Japon a enregistré un taux de croissance annuel au moins deux fois supérieur à celui des autres grandes puissances industrielles (6,3%), à l'exception de l'Allemagne (5,3%).

Tableau 5. Évolution comparée de la croissance du PIB dans 5 pays industrialisés

| | France | Allemagne | Grande-Bretagne | États-Unis | Japon |
|---|--------|-----------|-----------------|------------|---------|
| Coefficient Multiplicateur du PIB 1900-1994 | 9 fois | 13 fois | 5,4 fois | 19 fois | 49 fois |
| Croissance moyenne annuelle | 1,9% | 2,2% | 1,8% | 3,1% | 4,2 % |
| Coeff. mult. 1950-1994 | | | | | 16 fois |
| Croissance moyenne annuelle | 3,6% | 5,3% | 2,3% | 3,2% | 6,3% |

Source : Tokunosuke Hasegawa

Hong Kong a également fondé son développement sur une base industrielle. L'ancienne colonie britannique a connu, après la victoire du Parti Communiste sur le continent en 1949, un afflux massif de réfugiés en provenance de Shanghai, grâce auquel elle a pu disposer d'une main d'œuvre bon marché et d'un apport de capitaux. Elle a ensuite pu étendre sa base manufacturière vers le Guangdong, dans le Delta de la rivière des Perles. Toutefois, son succès tient davantage à sa spécialisation précoce dans le tertiaire supérieur, et tout particulièrement dans la finance. Hong Kong disposait déjà, à l'époque coloniale, d'une tradition dans ce domaine, avec ses maisons de change séculaires (les *Hong*). Elle a bénéficié, par la suite, de l'apport de techniques et de savoirs sophistiqués de l'occupant britannique. Toutefois, ce sont surtout les réformes lancées en Chine par Deng Xiao Ping, en 1979, qui lui ont valu son apothéose. Au cours de la décennie 1980, Hong Kong est devenue la place financière privilégiée pour faire fructifier le capital des entreprises établies dans les zones franches du continent. Elle a également joué le rôle de passeur clandestin pour les capitaux en provenance de Taiwan et un rôle de centre financier officiel ou informel pour les chinois expatriés. De 1978 à 1987, son revenu par habitant a doublé, puis doublé encore entre 1987 et 1996, un taux record dans l'histoire moderne (Yergin, Stanislaw, 2000). À titre de comparaison, il a fallu 60 ans à l'Allemagne et 50 ans aux Etats-Unis pour doubler leur revenu par habitant.

Quant à Singapour, elle doit sa fortune à sa situation stratégique sur le détroit de Malacca, qui en a fait l'un des principaux « hubs » portuaire et aéroportuaire d'Asie. Mais le miracle économique singapourien tient également au choix d'un modèle de développement tourné vers le tertiaire supérieur, avec une forte spécialisation dans la finance et les TIC (vision de « L'île Intelligente »).

Un autre argument fréquemment évoqué, pour expliquer le niveau élevé des valeurs foncières dans ces métropoles, est la forte densité humaine caractéristique de « l'Asie des moussons ».

Il est indéniable que les pratiques rizicoles intensives, communes à la majorité de ces pays d'Asie orientale, se sont accompagnées de phénomènes de mégalopolisation sans aucune commune mesure avec celle des autres régions du monde. D'où des densités démographiques particulièrement prononcées dans les centres d'affaires pendant les périodes d'activité (densités diurnes¹²⁷). Il est en communément admis, d'ailleurs, que les trois villes les plus chères du monde, Tôkyô, Hong Kong et Singapour, souffrent d'un sévère manque d'espace. Cet argument doit toutefois être relativisé. De vastes surfaces foncières ont pu être créées ex-nihilo par remblaiement artificiel des fronts de mer. Tôkyô a une longue tradition en la matière, remontant au XVII^e siècle. Même la plus à l'étroit des trois villes, Singapour, a été en mesure de gagner un quart de sa surface par des terre-pleins (de 587 à 730 km²¹²⁸). Tôkyô et Hong Kong possèdent en outre d'importantes réserves d'urbanisation : Tôkyô dispose de toute la plaine du Kantô – la plus vaste du pays, s'étalant sur 7000 km² – et Hong Kong peut se développer en direction des Nouveaux Territoires. Si l'on évoque les fortes densités humaines, c'est plutôt le cas de Séoul qu'il conviendrait de citer. Cette mégalopole est en effet soumise à une bien plus sévère pression démographique que ses consoeurs des pays industrialisés d'Asie. Elle a connu un afflux massif de réfugiés nord-coréens, sur un territoire national considérablement rétréci en 1953 et concentre aujourd'hui près de la moitié de la population nationale. La densité résidentielle y atteint 16 300 habitants/km², contre 12 800 à Tôkyô, 5 700 à Hong Kong et 6 400 à Singapour. Et pourtant, elle présente un profil de valeurs foncières bien moins accusé que ces villes.

Tableau 6. densité démographique dans les principales villes d'Asie

| | Préfecture de Tôkyô | Tôkyô 23 arrondissements | Singapour | Hong Kong | Shanghai centre + proche banlieue | Shanghai centre | Taipei | Séoul |
|--|---------------------|--------------------------|-----------|-----------|-----------------------------------|-----------------|--------|--------|
| Population (x 1000) | 12,059 | 7,920 | 3,737 | 6,311 | 9,909 | 6,339 | 2,593 | 10,231 |
| Surface (km ²) | 2,186.84 | 616 | 581 | 1,095 | 2,156 | 280.1 | 272.14 | 627.06 |
| Densité de population (hab./ (km ²)) | 5,514 | 12,848 | 6,432 | 5,763 | 4,596 | 22,634 | 9,528 | 16,315 |
| Population de la zone métropolitaine* | 32,877 | | 3,737 | 6,311 | 13,044 | | 5,803 | 20,189 |
| Poids de la zone métropolitaine* | 26% | | 100 % | 100 % | 1% | | 27% | 44% |

*L'aire métropolitaine de Tôkyô comprend 4 préfectures.

*Population de l'aire métropolitaine rapportée à la population nationale.

Sources: *Mitsui Fudôsan Kanren Tôkeishû* (2001), Lo and Marcotullio (2001), Nihon Kantei Kyôkai (2001)

Il faut donc se rendre à l'évidence: ni la rapide croissance économique, ni la pression démographique ne suffisent à expliquer les niveaux singulièrement élevés des valeurs

¹²⁷ Les densités résidentielles (densités nocturnes) sont en revanche moins importantes à Tokyo (23 arrondissements), Hong Kong et Singapour qu' à Paris intra-muros ou à Manhattan.

¹²⁸ Kwame Addae-Dapaah, « Utilization of urban residential land : a case study of Singapore », *Cities*, vol.16, numéro 2, p.94.

foncières à Tôkyô, Hong Kong et Singapour. D'autres pistes doivent être explorées, comme par exemple le rôle du foncier dans la constitution des modèles de croissance locaux.

L'étalon foncier au Japon

Dans le cas du Japon, plusieurs travaux ont insisté sur le poids macro-économique du foncier dans ce pays (Calder, 1986, Wood, 1994, Hasegawa, 1995, Kerr, 2002). Comme le note Wood : « *il ne serait pas exagéré de dire que le Japon s'est appuyé sur l'étalon foncier, tout comme les grandes puissances du début du siècle avaient basé leurs monnaies sur l'étalon-or* » (Wood, 1992, p.50). Le même constat est fait par des économistes japonais, qui utilisent le terme « d'économie structurée par le foncier » (*tochi taii keizai*). Les réformateurs de Meiji ont en effet choisi de baser l'industrialisation non pas sur les investissements étrangers, mais sur un développement recourant à l'épargne nationale. Celle-ci a été drainée par les établissements bancaires qui la redistribuaient sous forme de crédit au secteur industriel. Tout l'enjeu était alors dans les modes d'allocation du crédit. À cet égard, le foncier a joué un rôle majeur en tant que principal *collateral* des emprunts. Il a permis aux innombrables PME-PMI, qui ne disposaient pas comme les grandes entreprises d'accès privilégié au crédit, de contracter des emprunts nantis sur leurs actifs fonciers. Le foncier est également au cœur du système clientéliste du Parti Libéral Démocrate (PLD), qui a joui jusqu'ici d'une exceptionnelle longévité politique (de 1955 à nos jours, avec une brève interruption d'août 1993 à juin 1994). Par la réforme foncière mise en œuvre en 1946, le PLD s'est attaché les agriculteurs et a maintenu la stabilité politique en faisant des Japonais un peuple de petits propriétaires fonciers. Il s'est également assuré de nombreux soutiens politiques en cédant à bas prix des parcelles publiques situées dans des localisations prestigieuses. Au cours de la période 1962-1965, en particulier, de volumineuses surfaces foncières ont été transférées au secteur privé. Le premier ministre de l'époque, Kakuei Tanaka, a distribué plusieurs parcelles de premier choix à proximité du palais impérial, qui accueillent aujourd'hui les sièges des grands organes de presse et des principales entreprises nipponnes. De même, bon nombre de parcelles libérées par l'armée américaine au cours des années 1950 et 1960 ont servi à « remercier » des entreprises ou des groupes d'intérêt pour leurs loyaux services (Calder, 1986).

Néanmoins, pour que le foncier conserve sa place privilégiée dans l'économie, il était vital que les prix des terrains ne fléchissent pas. Les forts taux de croissance pendant la période 1955-1973 (« Haute Croissance ») avaient généré le « mythe foncier » (*tochi shinwa*), croyance selon laquelle les valeurs foncières ne pouvaient qu'augmenter. L'Etat s'est employé à consolider ce mythe en restreignant autant que possible les obstacles au libre fonctionnement des marchés : en introduisant des règles d'urbanisme et de construction peu contraignantes et flexibles; en confiant le plus gros de l'aménagement urbain et régional aux opérateurs ferroviaires privés et aux groupes de promotion immobilière ; en contrôlant l'information foncière. De la sorte, l'espace urbain en est venu à être considéré comme un substrat générateur de plus-values foncières, que les bonnes performances économiques du Japon ont entretenu jusqu'en 1990.

Aucune politique de déconcentration des emplois n'ayant été menée – politique qui aurait été en contradiction avec les intérêts des opérateurs ferroviaires privés¹²⁹ –, l'enchérissement des

¹²⁹ La compagnie ferroviaire publique JNR disposait néanmoins d'importants réseaux urbains dans l'agglomération de Tokyo. Elle a été privatisée en 1987 et il ne reste plus aujourd'hui, dans le domaine public, que les réseaux de métro (*chikatetsu*) et quelques petites lignes de banlieue.

sols s'est traduit par un accroissement des migrations pendulaires. Aussi, les grandes villes japonaises sont celles qui se rapprochent le plus du schéma de Von Thünen : le prix du sol se fixe en fonction de la distance au centre – en réalité, de plusieurs centres –, où se trouve encore localisée la majeure partie des emplois. Il n'existe pas de phénomène *d'inner city* car le primat du rail et son faible coût pour l'utilisateur¹³⁰ empêchent l'automobile de jouer un rôle de filtre social. La composition sociale des quartiers est par ailleurs relativement homogène, en raison du petit nombre de logements sociaux et surtout d'une meilleure répartition des richesses que dans les autres pays industrialisés¹³¹. Le seul élément perturbateur est la polynucléarité de la zone centrale de Tôkyô, produite par le dispositif ferroviaire privé (5 sur les 7 centres étant des gares terminales de réseaux privés de banlieue).

Le prix du terrain ne se fixe donc pas selon la distance euclidienne comme chez Von Thünen, mais en fonction des hiérarchies du dispositif de transport et tout particulièrement du transport ferroviaire, comme le montre le schéma 5. Les plus fortes valeurs foncières sont enregistrées dans le centre d'affaires « historique » (gare de Tôkyô et quartier de Ginza-Marunouchi) ainsi qu'aux abords des grandes gares de la ligne circulaire JR-Yamanote, où se concentrent les pôles commerciaux et d'emploi (la gare de Shinjuku présentant des valeurs foncières identiques à celles du quartier historique de Ginza), formés par les gares terminales des opérateurs ferroviaires privés¹³².

Ces noyaux urbains ont d'autant plus de valeur qu'ils « commandent » un bassin d'emploi atteignant aujourd'hui quelque 100 kilomètres de diamètre. Aussi doit-on considérer que le niveau élevé des valeurs foncières à Tôkyô *ne résulte pas de l'exiguïté du territoire, mais bien au contraire de l'extrême étalement de la nappe urbaine*. À cet égard, les opérateurs ferroviaires privés ont joué un rôle déterminant. En assurant une gestion sophistiquée des différents niveaux de vitesse de leurs trains, ils sont parvenus à une considérable contraction du temps de transport, reculant sans cesse le front d'urbanisation. Ils ont aménagé des zones résidentielles le long de leurs lignes, équipant leurs gares de banlieue des services de proximité de base (distribution, restauration) et parfois aussi d'espaces de loisirs (parcs d'attractions, équipements culturels et sportifs). Puis, à mesure que le foncier s'enchérisait au centre, ils ont développé des services de transport automobile (bus et taxi), au départ de leurs gares, pour pouvoir aménager des lotissements dans des zones plus éloignées. Ce faisant, ils ont contribué, avec d'autres opérateurs privés, à fournir des logements de masse aux classes moyennes, répondant au modèle dominant de la maison individuelle. Un tel dispositif spatial n'aurait pas été viable si le coût du transport avait été totalement soumis au marché, car les navettes des ménages étaient devenues interminables : au début des années 1990, un pavillon de banlieue représentant cinq années du salaire d'un employé n'était accessible qu'au prix de quatre heures quotidiennes de train. Pour alléger le coût des migrations pendulaires, l'Etat a exercé un contrôle très strict sur les tarifs du chemin de fer et subventionné le transport ferroviaire par le biais du système d'exonération de versement-transport aux entreprises

¹³⁰ Précisons que le coût n'est faible que dans le cas des migrations alternantes (indirectement financées par l'Etat pour une majorité d'employés) et pour la fréquentation d'établissements scolaires (réductions conséquentes consenties par l'opérateur ferroviaire).

¹³¹ Le coefficient de Gini, qui mesure les inégalités de revenus, est au Japon le plus faible parmi les pays industrialisés. En 1998, un PDG américain gagnait 419 fois le salaire d'un employé d'usine, contre seulement 20 fois au Japon.

¹³² Ces gares ont tous les attributs des centres urbains, car elles sont dotées d'une extraordinaire diversité d'équipements et offrent une multitude de services, dont une partie est exploitée directement par les opérateurs ferroviaires privés. Pour plus de détails sur l'importance du rail dans la morphologie urbaine, voir Aveline, 2003a., 2004.

(Aveline, 2003a). C'est donc par cette seule entorse aux lois du marché – néanmoins de taille – que l'Etat japonais a pu s'assurer la stabilité sociale, en régulant l'offre de logements en accession à la propriété pour les classes moyennes.

Le foncier au cœur d'un modèle économique extraverti à Hong Kong et Singapour

Les cas de Hong Kong et Singapour présentent un très fort contraste avec celui de Tôkyô. On est ici aux antipodes du laisser-faire en matière d'aménagement urbain, puisque les marchés fonciers relèvent pour l'essentiel d'une économie administrée. Hong Kong est maître de ses sols et l'Etat singapourien dispose des trois quarts de la surface foncière nationale, acquis par expropriation au cours des années 1950 et 1960 (Lum *et alii*, 2003). Ce contrôle public des sols s'est trouvé au cœur du modèle de développement économique extraverti des deux villes-Etat. Il a permis la construction massive de logements publics, en locatif et en accession (55% de logements sociaux à Hong Kong et 85% à Singapour), indispensable au maintien d'une main-d'oeuvre bon marché pour garantir la compétitivité à l'export. Hors du logement social, il existe néanmoins un vrai marché foncier, les droits d'usage des terrains – pour des durées variables¹³³ – étant cédés au secteur privé par des procédures de mise aux enchères¹³⁴. Les recettes de ces ventes ont permis aux deux Etats de construire les infrastructures de transport et de communication indispensables à l'attractivité de leur territoire. Dans le cas de Hong Kong, où elles représentent bon an, mal an, autour de 10% des recettes de la Région Administrative Spéciale¹³⁵, elles servent également à compenser la faible fiscalité directe qui fait la gloire du modèle libéral hongkongais (Shiffer, 1985, Augustin-Jean, 2004). Les ventes foncières constituent donc un instrument fiscal qui ne dit pas son nom. Le foncier forme de surcroît la base d'un secteur (industrie de la construction) qui contribue à 25% des revenus de la Région et plus de 60% de ses investissements (Walker, Chau, Lai, 1995). On comprend bien, dans ces conditions, que les autorités publiques aient tout intérêt à favoriser l'enchérissement du prix du sol.

Il nous reste à expliquer pourquoi, néanmoins, les valeurs foncières dans ces trois mégalo-poles ont pu connaître des fluctuations aussi spectaculaires, avec un recul marqué au cours de ces dernières années. Comme nous allons le voir, ces phénomènes n'ont que très peu de rapport avec les déterminants évoqués plus hauts.

Dictature du parcellaire à Tôkyô

Le graphique 13 révèle l'ampleur sans équivalent du mécanisme spéculatif qui a frappé la capitale nipponne. En réalité, ce phénomène a eu un impact spatial très limité : il n'a touché que le centre de Tôkyô (les quartiers d'affaires) et les zones résidentielles de l'ouest et du

¹³³ On parle de bail foncier ou de bail emphytéotique, mais les loyers versés annuellement sont très faibles. Ce qui est mis aux enchères est donc plutôt un droit forfaitaire dont le montant prend en compte la durée du bail. A Singapour, la durée des baux est de 99 ans. A Hong Kong, le système varie légèrement entre l'île de Hong Kong, Kowloon et les Nouveaux Territoires, avec une durée entre 75 et 999 ans (renouvelable ou non). La rétrocession n'a pas affecté ce système, mais les nouveaux baux courent jusqu'en 2047, date de la fin du régime transitoire (Li, 2004).

¹³⁴ A Hong Kong, il existe d'autres modes de vente, le contrat et la mise en adjudication, mais ils sont destinés à la construction d'équipements d'intérêt public et de logements sociaux.

¹³⁵ De 1993 à 1997, les recettes des ventes de terrains ont dépassé les 10%, jusqu'à 13,5% en 1997 (Li, 2004).

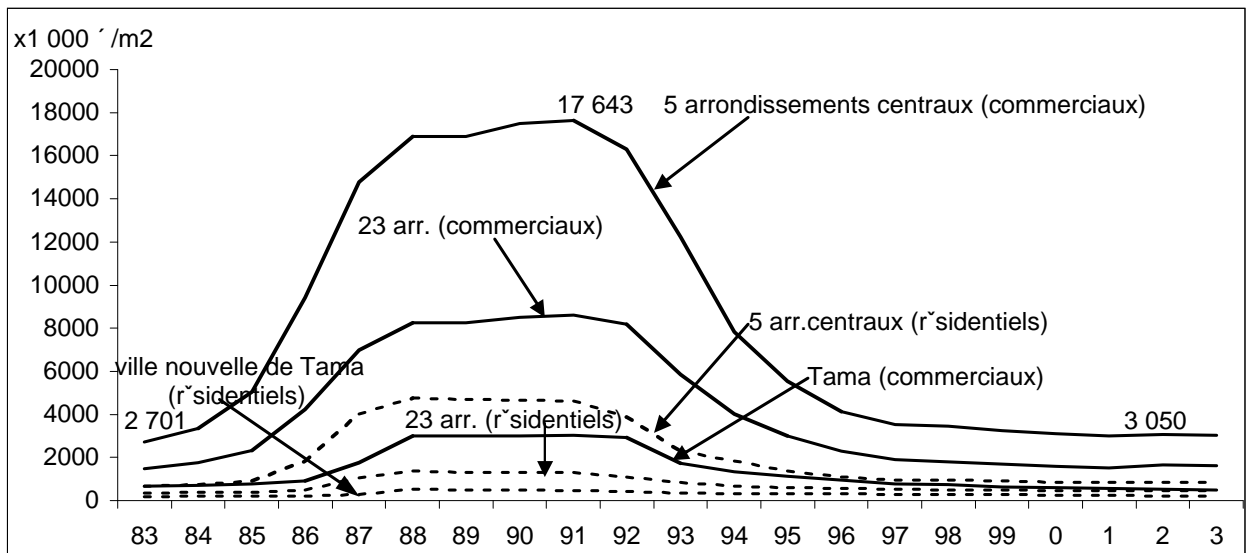
sud (graphique 13). Que la flambée foncière ait porté sur les zones centrales et les quartiers résidentiels de luxe de la capitale nipponne n'a rien pour surprendre. Des phénomènes analogues ont été observés partout ailleurs, sous l'effet de la forte demande de bureaux et de logements de haut-de-gamme induite par la déréglementation financière. Mais l'amplitude du mécanisme est due à la singularité du parcellaire de Tôkyô, dont les contraintes sont sans égal. La capitale nipponne souffre en effet d'un extrême morcellement de sa structure foncière, et ce tout particulièrement dans les zones centrales : plus de la moitié des terrains des arrondissements centraux ont une surface inférieure à 50 m² et il est fréquent qu'un droit au bail foncier (*shakkaken*) vienne s'ajouter au droit de propriété du bien-fonds (*sokochiken*)¹³⁶.

Au début des années 1980, le paysage de Tôkyô se composait pour l'essentiel de maisons individuelles et de petits immeubles, voire des « immeubles-crayons », reflétant l'étroitesse des parcelles. Pour hisser la capitale japonaise au rang de métropole mondiale, il importait d'y construire des immeubles de bureaux de grand gabarit et des logements de haut de gamme pour expatriés étrangers. D'où le lancement, en 1982, d'une politique dite de « stimulation de l'investissement privé » (*minkatsu*), consistant à libéraliser massivement les règles de construction – et tout particulièrement celles concernant la volumétrie – pour inciter le secteur privé à investir l'industrie immobilière. Cette politique entraînait par ailleurs dans le cadre du plan Maekawa, projet visant à relancer l'économie en dynamisant la demande intérieure (Aveline, 1995a).

L'assouplissement de la réglementation dans les périmètres opérationnels ne réduisait en rien, cependant, les difficultés d'accès au foncier. Pour construire des gratte-ciel de bureaux ou des tours de logements aux normes internationales, il fallait tailler dans le tissu morcelé et engager de longues négociations avec de multiples ayants droit. Des opérateurs nommés *jiage-ya* se sont spécialisés dans ces opérations de remembrement parcellaire. La faible hauteur des constructions à Tôkyô révélait un fort décalage entre les coefficients d'occupation des sols (COS) autorisés dans les plans d'urbanisme (*shiteki yôsekiritsu*) et la densité effective du bâti (*gaisan yôsekiritsu*). Dans les 23 arrondissements de Tôkyô, la réglementation autorisait un COS moyen de 242% en 1984 (soit un COS de 2,42 en France), alors que la densité effective n'excédait pas 90%. Même dans les arrondissements centraux, où les COS réglementaires culminaient à 1000% dans les quartiers d'affaires, la densité effective ne dépassait pas 400%. Ce décalage était dû à l'émiettement du parcellaire, qui imposait des restrictions aux terrains bordant des petites rues pour le calcul du COS. Par exemple, un terrain situé dans une zone au COS de 800% ne pouvait être construit au-delà de 240% s'il jouxtait une rue de 4 mètres. En revanche, le même terrain associé à une parcelle en bordure d'une voie de 12 mètres bénéficiait du COS de 800 % (schéma 8).

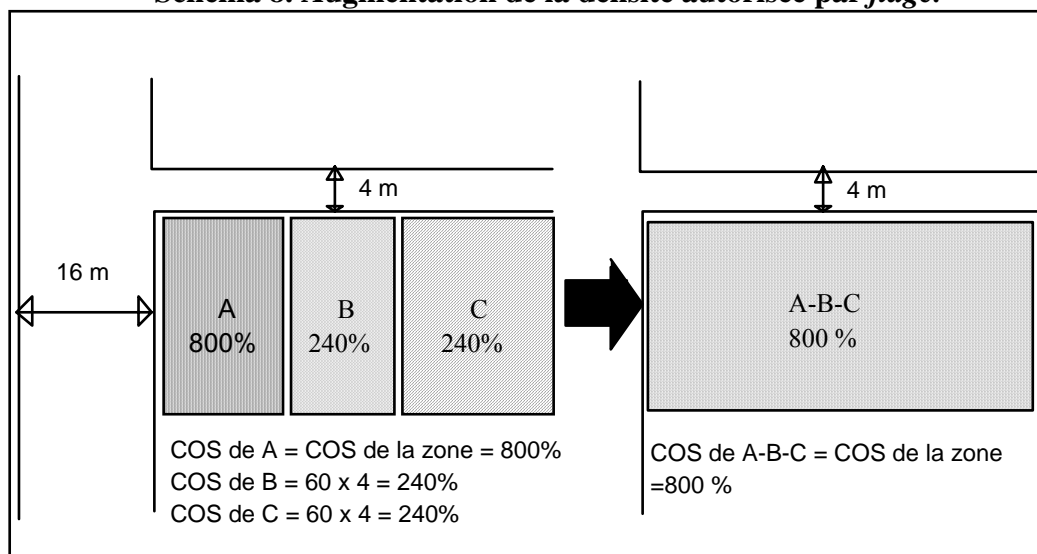
Graphique 13. Évolution des prix des terrains résidentiels et à usage de bureau dans la Préfecture de Tôkyô (1983-2003)

¹³⁶ Contrairement à ce qui est généralement affirmé, ce n'est pas l'excès de réglementation qui entrave la reconstruction de la ville sur elle-même, mais la toute-puissance de la propriété foncière. Celle-ci n'est pas une particularité culturelle japonaise. Elle s'est façonnée au fil des ans, à mesure que les pouvoirs publics se désengageaient de l'intervention foncière directe et que les valeurs foncières s'enrichissaient. La sacralisation de la propriété foncière empêche par exemple que des terrains soient définitivement interdits à l'urbanisation et que des zones naturelles puissent être définitivement protégées. Elle trouve sa représentation la plus caricaturale dans les conflits entre puissance publique et agriculteurs aux abords de l'aéroport de Narita, où la réticence de deux agriculteurs à aliéner la « terre de leurs ancêtres » a suffi à bloquer la construction d'une seconde piste.



Source : Aveline, 2004.

Schéma 8. Augmentation de la densité autorisée par *jiage*.



Source : Aveline, 1995a

Les autorités ont procédé, en 1987, à la révision des modalités de calcul du COS à partir du gabarit des voies, afin de réduire l'écart entre COS réglementaire et COS effectif¹³⁷. Les *jiage-ya* n'attendaient que cela pour agir. Ils s'attaquèrent d'abord aux cœurs d'îlots, où des parcelles au COS faible pouvaient être acquises à bas prix; puis ils s'emparèrent des terrains situés le long des grandes artères, qui garantissaient le COS le plus élevé (le COS réglementaire de la

¹³⁷ Cette révision du Code de la Construction relève plus du bricolage que d'un principe clair et rationnel de gestion de la densité du bâti. Elle stipule que toute parcelle bordant une voie de plus de 6 mètres de large peut bénéficier d'une densité autorisée supérieure à celle prévue dans les textes antérieurs si la voie en question débouche sur une avenue d'une largeur supérieure à 15 mètres à moins de 70 mètres de la parcelle. Le calcul de la nouvelle densité s'effectue alors selon des règles byzantines. On notera que l'impact majeur de cette réforme a peu été mis en avant dans la littérature académique sur la question foncière au Japon.

zone) pour la totalité des parcelles contiguës. Le nouveau terrain remembré était alors vendu au prix fort à un promoteur. Etant donné le très faible nombre de grandes parcelles à Tôkyô dans les années 1980, on imagine bien les profits que ces opérations pouvaient générer. Très vite, les ayants-droits fonciers¹³⁸ des cœurs d'îlots ont compris qu'ils pouvaient exiger des *jiage-ya* un « partage de la rente ». La flambée foncière s'est alors propagée dans ces quartiers résidentiels peu denses. Les *jiage-ya* y achetaient à prix exorbitant au regard du COS autorisé, car ils étaient certains de réaliser des plus-values substantielles à la revente finale. Mais ces valeurs excessives ont créé de nouvelles références de marché qui se sont répercutées sur la valeur des collatéraux, entraînant tout le système du crédit dans une spirale ascendante. La situation aurait été moins préoccupante si les taux d'intérêt n'avaient été maintenus à des niveaux historiquement bas et si les règles comptables et fiscales n'avaient pas puissamment encouragé les entreprises à acquérir des terrains en recourant au crédit¹³⁹ (Aveline, 1999).

Le gouvernement a en outre exacerbé les anticipations spéculatives en entretenant des informations excessivement optimistes sur l'état du marché de bureaux dans la capitale nipponne. Il a en effet repris à son compte les statistiques d'occupation de bureaux publiées par la Fédération Japonaise des Propriétaires d'Immeubles de Bureaux de Tôkyô (*Nihon birudingu kyôkai rengôkai*), qui affichaient un taux de vacance de 0,1% en 1990 ; or, ce chiffre ne concernait que la vacance dans les immeubles les plus prisés des quartiers d'affaires centraux¹⁴⁰ (Aveline, 1995a). Par ailleurs, l'Agence Nationale du Territoire, organisme à l'époque sous tutelle du ministère de l'Autonomie¹⁴¹ et de la Construction, avait estimé officiellement, en 1985, les besoins en bureaux à 5 140 hectares à l'horizon 2000. Cette estimation s'est avérée outrageusement optimiste, mais n'a été démentie qu'en 1987, le chiffre ayant été alors ramené à 1 600-1 900 ha. À l'inverse, les autorités ont délibérément sous-estimé les prix fonciers officiels à la fin de la décennie 1980, pour minimiser l'ampleur du cycle et couper ainsi court aux critiques de plus en plus virulentes contre leur politique laxiste¹⁴².

Les opérations de remembrement entreprises par les *jiage-ya* ont considérablement réduit l'écart entre le COS autorisé et la densité effective, qui est passée de 62% à 46% entre 1984 et 2002 (tableau 7). Mais la diminution aurait été bien plus importante encore si les autorités n'avaient, dans l'intervalle, procédé à l'augmentation massive des densités réglementaires.

**Tableau 7. décalage entre COS réglementaires et effectifs
dans les 23 arrondissements de Tôkyô**

| | 1984 | 1986 | 1988 | 1990 | 1992 | 1994 | 1996 | 1998 | 2000 | 2002 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|

¹³⁸ Outre les propriétaires fonciers, il existe des locataires fonciers (*shakuchiken-sha*) dont le droit se négocie jusqu'à 90% de la valeur de marché du terrain. Pour une présentation détaillée des droits complexes afférents au sol, voir Aveline, 1995a.

¹³⁹ Les acquisitions foncières pouvaient être déduites de la taxe sur les bénéfices. Par ailleurs, la détention de terrains était rendue peu coûteuse grâce à un impôt faible sur la propriété et par l'inscription des actifs fonciers à la valeur historique (valeur à la date de l'acquisition) sur les livres de compte. De la sorte, les patrimoines fonciers détenus depuis une longue durée secrétaient de gigantesques « plus-values latentes », qui étaient intégralement prises en compte par les banques pour l'octroi du crédit.

¹⁴⁰ Les statistiques de cette fédération ne concernent que les immeubles détenus par les plus grosses sociétés immobilières, qui occupent environ la moitié des surfaces des cinq arrondissements centraux.

¹⁴¹ Ministère ayant la charge des collectivités locales.

¹⁴² Pour ce qui concerne l'usage stratégique de l'information foncière et immobilière au Japon, voir Aveline (1995,1998).

| | | | | | | | | | | |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| COS réglementaires (<i>shitei yōsekiritsu</i>) A | 242,0 | 242,0 | 243,0 | 252,0 | 252,3 | 253,0 | 253,5 | 253,7 | 254,0 | 254,4 |
| COS effectifs (<i>gaisan yōsekiritsu</i>) B | 92,0 | 94,6 | 99,3 | 104,6 | 110,8 | 116,7 | 122,8 | 129,1 | 132,5 | 136,1 |
| Différentiel de densité en % (1-B/A)x100 | 62% | 61% | 59% | 59% | 56% | 54% | 52% | 49% | 48% | 46% |

Source : Aveline, 2004

Ces augmentations généreuses de volumétrie ont tout naturellement conduit à une surproduction immobilière. La crise s'est manifestée dans les secteurs du bureau et du logement en 1989, aggravée par le relèvement brutal des taux d'intérêt. En bonne logique, les marchés fonciers auraient dû suivre le mouvement, mais les autorités sont parvenues, par leur contrôle des *kōji chika* (« prix fonciers officiels »), à reculer de deux ans la chute « officielle » des prix des terrains. Les *jiage-ya* se sont retrouvés « collés » par la crise avec des patrimoines fonciers éparpillés, acquis à prix exorbitant et devenus totalement invendables. Pris en tenaille entre des taux d'intérêts en hausse et un marché foncier en chute libre, ils ont été nombreux à faire faillite, laissant aux banques le soin de solder leurs créances. Le relèvement des taux d'intérêt avait pour objectif d'éviter que la flambée du sol ne se propage aux biens de consommation, mais il est intervenu trop tard¹⁴³. Il n'a donc fait que précipiter davantage la chute des prix, en gonflant l'offre foncière des opérateurs en difficulté.

Cafouillages dans la gestion foncière publique à Hong Kong

Tout comme au Japon, le mécanisme spéculatif à Hong Kong relève d'une politique d'abaissement des taux d'intérêts à un niveau historiquement bas. Au début des années 1980, le système monétaire de la colonie britannique était sur le point de s'effondrer. Un système de taux de change fixe avec le dollar américain fut mis en place en 1983 pour stabiliser la monnaie. Ce dispositif fonctionna pendant toute la période au cours de laquelle l'économie hongkongaise évolua en phase avec l'économie américaine. Mais les Etats-Unis entrèrent en récession au début des années 1990. La FED procéda à un abaissement des taux, obligeant la banque centrale hongkongaise à faire de même, alors que l'économie locale connaissait au contraire une forte expansion (Ho, Kwong, 2002). Avec des taux d'intérêt réels devenus négatifs, dans un contexte d'euphorie économique, rien n'était plus tentant que d'emprunter pour investir dans l'immobilier. Les banques hongkongaises répondirent à la demande de prêts en s'exposant à hauteur de 40-55% du total de leurs encours de crédit en 1997, niveau supérieur à celui observé dans tous les autres pays d'Asie (30-40% au Japon¹⁴⁴, Thaïlande, Singapour et en Malaisie; 15-20% en Corée du Sud et aux Philippines). Toutefois, grâce à leur grande maîtrise des techniques prudentielles, héritée de l'ancien occupant britannique, elles firent preuve d'une gestion plus sage que leurs consœurs asiatiques, en ne prêtant pas au tout venant sur la valeur des *collaterals*. Aussi, le déclenchement de la crise asiatique, en 1997,

¹⁴³ La banque du Japon avait bien tenté d'imposer aux banques des restrictions sur leurs encours de crédit immobilier, mais celles-ci ont continué à prêter à ce secteur par le biais d'établissements non bancaires (*Non Banks*), le plus souvent filiales de grandes banques.

¹⁴⁴ Les prêts immobiliers des grandes banques commerciales (*City Banks*) représentaient 41% du total de leurs encours, mais il faut ajouter les encours des établissements bancaires qui ne figurent pas dans ces statistiques.

n'a pas causé de dommages financiers comparables à ceux observés au Japon ou en Thaïlande.

Néanmoins, les fluctuations cycliques des marchés fonciers auraient sans doute été moins prononcées si les autorités de Hong Kong n'avaient pas commis des erreurs dans leur gestion du foncier et du logement. Elles ont en effet exacerbé le cycle, tant dans la phase ascendante que descendante.

Au cours de la première phase, l'autorité britannique a entretenu un sentiment de pénurie foncière en annonçant qu'elle limiterait à 50 hectares l'offre annuelle de terrains au secteur privé. Ce quota avait été imposé par la République Populaire de Chine lors des accords sino-britanniques sur la rétrocession en 1984, dans le but d'éviter que la Grande-Bretagne ne s'enrichisse en multipliant les ventes de terrains au cours des dernières années d'occupation coloniale. Le quota n'a été dépassé qu'en 1988 et en 1995. Pour compenser le manque à gagner sur les recettes des ventes foncières, le gouvernement britannique a cherché à intensifier l'occupation des sols. Le segment du logement de luxe a été privilégié, en raison des recettes substantielles qu'il offrait, mais aussi du fait de la forte demande des investisseurs institutionnels étrangers et des particuliers ayant réalisé des plus values dans les segments inférieurs du logement. Les recettes des ventes de terrain ont ainsi connu une croissance spectaculaire sur toute la période, passant de 423 millions de HK dollars en 1985 à 23 468 en 1997 (Li, 2004). Bien que la construction de logements privés n'ait pas fléchi, le manque de transparence du gouvernement a accrédité la croyance d'une pénurie de logements et entretenu en conséquence la myopie des acquéreurs. Et ce ne sont pas les quelques timides mesures anti-spéculatives mises en œuvre en 1992 et en 1994 qui pouvaient avoir raison de cette puissante poussée sur les prix.

La phase de déclin a été déclenchée par la crise financière de 1997, qui a frappé de plein fouet la colonie britannique juste au moment de sa rétrocession à la RPC. Toutefois, le nouveau gouvernement a lui aussi contribué à exacerber la tendance, à la baisse cette fois-ci. En octobre 1997, le chef du nouveau gouvernement a annoncé officiellement le lancement d'une politique en faveur de l'accession à la propriété pour faire face à la prétendue pénurie de logements. Une production annuelle de 85 000 nouveaux logements (dont 35 000 dans le secteur privé) fut programmée, avec pour objectif à long terme d'atteindre un taux de propriétaires-occupants de 70%. La « crise asiatique » a empêché la réalisation de ce projet, qui aurait de toute évidence aggravé la surproduction de logements (Li, 2004). Mais là n'est pas le plus gênant. En annonçant l'année suivante l'arrêt officiel de ce programme de construction en vertu du fait accompli de la crise, le nouveau gouvernement a plongé les opérateurs du marché dans une grande perplexité. Ceux-ci avaient été habitués par les autorités britanniques à un suivi rigoureux dans la gestion foncière, si bien que ces atermoiements n'avaient rien pour les rassurer. Un autre cafouillage est venu aggraver la situation : en décembre 1997, un programme de vente du patrimoine locatif social à grande échelle a été lancé ; 250 000 logements devaient être mis sur le marché pendant 10 ans, dont 27 000 au cours de la première année. Le succès fulgurant de ce programme a déstabilisé le marché, en perturbant le mouvement de mobilité résidentielle qui s'effectuait jusque-là au travers d'un compartimentage du logement en segments bien différenciés. Comme les bénéficiaires de ce programme étaient en mesure d'acquérir leur logement à un prix dérisoire (88% en dessous de la valeur de marché), ils ont tourné le dos aux logements mis en vente par ceux qui cherchaient à accéder dans le segment supérieur du privé. En bloquant ainsi la chaîne résidentielle, le programme a précipité la chute des prix des logements dans les segments supérieurs déjà durement frappés par la crise (Augustin-Jean, 2004).

L'effet condominium à Singapour

On trouve, dans le cas du cycle foncier de Singapour, des caractéristiques similaires à celui de Hong Kong, car ces deux territoires présentent de nombreux caractères communs : une maturité industrielle comparable, un type de développement extraverti, une spécialisation dans le tertiaire supérieur et une maîtrise du foncier par la puissance publique (bien que partielle dans le cas de Singapour). Aussi, Singapour a présenté, dans les années 1990, un phénomène de mobilité résidentielle dans des compartiments cloisonnés du logement, très proche de celui observé à Hong Kong. La grande différence réside toutefois dans le poids écrasant du logement public, qui accueille pour l'essentiel des propriétaires-occupants : en 2000, le parc locatif représentait seulement 7,7% du total des logements ; le reste était occupé par des propriétaires, à plus de 80% dans le secteur public¹⁴⁵. Il ne reste donc au privé qu'une portion congrue, de 18% du parc, mais ce secteur joue un rôle directeur sur le marché immobilier comme à Hong Kong, puisqu'il accueille une partie des anciens occupants des logements publics (Yong Tu, 2004).

Les logements privés jouissent à Singapour d'un prestige particulier, renforcé encore par leur rareté relative. Ils offrent en effet des prestations du luxe: piscines, gymnases, espaces verts et services de sécurité. Mais surtout, ils sont seuls à conférer aux propriétaires un droit absolu de propriété. Car non seulement les occupants du parc de logements publics sont locataires fonciers (avec des baux de 99 ans), mais leur droit ne s'exerce que sur l'intérieur de leur habitation, les parties communes – y compris les corridors – étant propriété absolue de la HDB¹⁴⁶. De plus, ils n'ont pas la liberté de choisir leur logement et doivent une certaine loyauté à leur bailleur¹⁴⁷.

Avec la progression des revenus d'une partie conséquente de la population¹⁴⁸, les autorités ont été pressées de satisfaire une demande de logement se portant sur les segments supérieurs du marché. En 1989, le plafond de revenu pour acheter dans le secteur public a été supprimé; dans le même temps a été programmée une très forte proportion de grands logements, supérieurs à trois pièces. Mais il fallait également répondre à l'aspiration des ménages aisés, de plus en plus nombreux et désireux de se différencier par l'achat d'un appartement dans le secteur privé (*condominiums*). La politique de logements a été officiellement reformulée en 1991 pour faire passer la part du secteur privé de 15% à 30% à l'horizon 2030. De nouvelles zones situées près du centre et des infrastructures de transport ont été reclassées pour accueillir des tours de logements. La majeure partie des terrains dans ces zones n'appartenait pas au domaine public. Ils étaient détenus par des particuliers ou des copropriétés et leur surface excédait rarement 1000 mètres carrés. Comme le gouvernement pouvait difficilement exproprier à bas prix pour revendre les terrains au prix fort à des promoteurs, il a choisi d'inciter les propriétaires à mettre en commun leurs parcelles de façon à les vendre « en bloc ». Les plus-values foncières dégagées par le remembrement étaient très élevées compte

¹⁴⁵ Plutôt que de construire massivement des logements locatifs sociaux, les autorités ont préféré développer l'accession à la propriété pour s'attacher les classes moyennes et renforcer le sentiment d'appartenance nationale. La répartition selon les revenus s'effectue par la taille des logements, les propriétaires les plus modestes occupant les plus petites unités, de 1 à 3 pièces (Wong, Yap, 2003).

¹⁴⁶ Housing and Development Board, opérateur public de logement fondé en 1960.

¹⁴⁷ L'accès à un logement public est considéré par les autorités comme un privilège qui peut être retiré (Won, Yap, 2003).

¹⁴⁸ De 1980 à 1990, la proportion de ménages aux revenus supérieurs à 10 000 dollars a bondi de 2,8 à 10.3% (Won, Yap, 2003, p.377)

tenu du différentiel de COS, mais le gouvernement a pris soin d'en récupérer une partie par le biais de lourdes redevances d'aménagement (Lum *et alii*, 2004).

Ces mesures en faveur des segments supérieurs du logement ont émis des signaux positifs vers le marché, dans un contexte d'euphorie économique. Elles ont exercé une poussée sur les prix à la revente dans le secteur public, galvanisée par le gonflement du volume de crédit bonifié. C'est ainsi qu'en l'espace de quatre années seulement, de 1992 à 1996, les logements de la HBD ont connu un triplement de leur prix. Une partie des plus-values a été réinvestie dans les *condominiums*, soutenant ainsi la demande dans le segment du luxe et incitant les promoteurs à acheter les terrains à des prix excessifs.

* * *

Au terme de cette comparaison, on constate que peuvent coexister, au palmarès des villes les plus chères du monde, des économies foncières de nature radicalement différente. Celles-ci sont même aux antipodes : parmi les pays industrialisés, c'est le Japon qui a poussé le plus loin l'ouverture au marché dans le domaine de l'aménagement urbain, tandis que Hong Kong et Singapour sont parmi les rares territoires, dans le monde capitaliste, à connaître une aussi forte maîtrise publique des sols. Et pourtant, un facteur commun rassemble ces trois territoires : le fait que le foncier se soit trouvé au centre de leur modèle de développement. Certes, les raisons en étaient fort différentes – encore qu'elles convergent dans le cas de Singapour et Hong Kong –, mais on touche là un élément clé, à savoir le rôle des pouvoirs publics dans la formation des valeurs foncières.

Il est clair que les autorités ont, dans les trois cas, orienté leur gestion du sol de façon à enchérir les valeurs foncières. À Singapour et à Hong Kong, on est très loin des stratégies de municipalisation des sols menées dans les pays d'Europe du nord, en Israël ou en Australie. Bien que les objectifs soient en partie convergents – promotion de logements à moindre coût notamment –, il s'agit ici avant tout d'assurer à l'Etat des ressources pour poursuivre ses objectifs industriels et ses investissements en infrastructures. Point d'éthique égalitariste, donc, mais une vision pragmatique que l'on ne saurait imputer à la « culture asiatique », tant elle est liée à l'histoire coloniale de ces deux territoires¹⁴⁹.

En ce qui concerne plus spécifiquement le dernier cycle foncier, on retrouve dans les trois villes des facteurs communs aux autres régions du monde : demande en bureaux et en logements induite par la globalisation financière, baisse tendancielle des taux d'intérêts, influences de la politique monétaire américaine (accords du Plaza dans le cas du Japon).

Un autre facteur commun a été l'intensification de l'occupation des sols. Toutefois, dans ce domaine s'observent de grandes différences entre Tôkyô et les deux autres villes : alors qu'à Tôkyô ce sont les intermédiaires immobiliers – et dans une moindre mesure les propriétaires fonciers – qui ont profité du différentiel de densité, à Singapour et à Hong Kong, la collectivité publique a récupéré une grande partie des plus-values foncières : directement à Hong Kong, comme l'atteste la hausse spectaculaire des recettes fiscales et indirectement à Singapour via les redevances d'urbanisation. Autre différence de taille : alors que les cycles, provoqués par une montée des couches supérieures, se sont surtout manifestés dans le secteur

¹⁴⁹ Singapour et Hong Kong ont été sous domination coloniale britannique. La Grande-Bretagne a introduit la concession publique des sols à Hong Kong pour financer le développement industriel local avec les recettes foncières, car il n'était pas question qu'elle y consacre ses ressources propres (Augustin-Jean, 2004).

du logement à Hong Kong et Singapour, ils ont avant tout frappé le bureau dans le cas du Japon. Cela est dû en partie à la différence de maturité des économies. Au Japon, une puissante mobilité sociale avait déjà eu lieu dans les années 1960 et 1970, et produit, comme on l'a vu, une distribution des logements en fonction de la distance au centre. La demande s'est donc portée sur le marché du bureau, sous l'effet de la globalisation financière. Les lourdes contraintes parcellaires faisant obstacle à la construction rapide de grands immeubles de bureaux, un choc de demande s'est produit sur le marché du foncier commercial, tout particulièrement dans les zones centrales. Dans le même temps, la construction de petits immeubles résidentiels s'est poursuivie dans les banlieues, les contraintes parcellaires empêchant de construire des tours de logements. D'où l'énorme écart de prix entre le foncier à usage de bureau et le foncier résidentiel. On ne trouve pas trace d'un tel écart à Singapour et à Hong Kong. Plusieurs raisons y concourent : d'abord, on y construit des tours de logement d'une taille comparable à celle des immeubles de bureaux; ensuite, ces tours sont édifiées dans des zones centrales ; enfin, les prix fonciers relèvent en grande partie d'une économie administrée¹⁵⁰.

Dernier point commun, pour finir : dans les trois territoires, les stratégies d'information officielles ont pesé de tout leur poids dans l'évolution des marchés. Quels que soient les objectifs visés par ces politiques, la promotion du logement de luxe à Singapour, la légitimation du nouvel exécutif après la rétrocession territoriale à Hong Kong ou encore la gestion des grands équilibres macro-économiques au Japon, le manque de transparence des autorités publiques, voire leur rôle-clé dans la délivrance d'informations erronées s'est révélé être un facteur aggravant des mécanismes spéculatifs.

Ces observations nous conduisent à nous intéresser de plus près aux différentes facettes des politiques publiques, dont l'impact sur les marchés fonciers et immobiliers tend à être trop largement sous-estimé par l'analyse néo-classique. Dans ce domaine également, la globalisation financière est à l'origine de processus nouveaux qui remettent en question les approches traditionnelles envers les politiques publiques. Ce thème important fera donc l'objet de notre quatrième partie.

¹⁵⁰ Renaud (2004) note cependant que si la gestion foncière a été jusque là comparable à Singapour et à Hong Kong, la rétrocession de l'ancienne colonie britannique à la Chine en 1997 a radicalement bouleversé la donne.

Bibliographie

- Augustin-Jean, L. (2004), « Intervention publique et développement à Hong Kong : un libéralisme en trompe-l'œil ? » *Espaces et société*, n°1-2, 209-232.
- Auréjac, P. (2004), « La hausse des logements, causes réelles et causes fiduciaires », *Etudes Foncières*, n°111, 8-15.
- Aveline, N. (1995), *La bulle foncière au Japon*, Paris, ADEF.
- Aveline, N. (1995), « Les retombées de la bulle foncière : le cas de Paris et Tôkyô », in Hagihara, K. (dir.), *Toshi no kankyô sôzoku* (création de l'environnement urbain), éditions du Centre de Recherches urbaines de l'Université Métropolitaine de Tôkyô, Tôkyô, 1995, version en français et en japonais, 31-88.
- Aveline, N. (1998), « L'opacité de l'information foncière en France et au Japon, aspects comparés », in *Japon Pluriel 2*, Arles, Picquier, 391-396.
- Aveline, N. (1999), « Formes de la croissance urbaine, filières de production immobilière et prix fonciers à Tôkyô », in Antoine Bailly et Jean-Marie Huriot (dir.), *Villes et croissance, théories, modèles et perspectives*, Paris, Anthropos, collection géographie, 239-258.
- Aveline, N. Jimenez, J. (2000), « Mourir à Tôkyô », film documentaire en Betacam, Centre Audiovisuel de l'Université Toulouse-Le-Mirail, 52 mn.
- Aveline, N. (2003), « Cycle foncier et aménagement à Tôkyô », actes du premier colloque du Réseau Asie, Paris, septembre 2002. Disponible en cd-rom.
- Aveline, N. (2003), *La ville et le rail au Japon, l'expansion des groupes ferroviaires privés à Tôkyô et Ôsaka*, Paris, CNRS éditions, coll. Asie orientale.
- Aveline, N. (2004), « La diversification des compagnies ferroviaires privées à Tôkyô, les groupes ôtemintetsu et la JR East », *Japon Pluriel 5*, (actes du 5^e colloque de la SFEJ 2002), Arles, Piquier, 429-439.
- Aveline, N. (2004), « Le chemin de fer, vecteur structurant du recentrage urbain à Tôkyô », in Siino, C., Laumiere, F., Leriche, F. (dir.), *Métropolisation et grands équipements structurants*, Presses de l'université Toulouse-le- Mirail, coll. Villes et territoires, 239-248.
- Calder, K.E. (1986), *Crisis and Compensation*, Princeton University Press.
- D'Arcy, E., Mc Gough, T., Tsolacos, S. (1997), « National economic rents, market size and city growth on European office rents », *Journal of Property Research*, 297-308.
- Faure-Jarrosion, B. (2002), « Loyers de bureaux : une analyse économique », *Réflexions immobilières*, n°33, 31-37.

Gaubert, P., Tutin, C. (1995), « Ile de France, prix du sol et valeurs immobilières », *Etudes Foncières*, n°67, 31-35.

Hasegawa, T. (1995) *Tochi taii keizai daihōkai (La faillite de l'économie basée sur le foncier)*, Fudōsan Kinyū Kenkyūkai, Tôkyô.

Ho, M.H.C., Kwong, T. (2002), «Speculation and property price : chicken and egg paradox », *Habitat International*, 347-361.

Inamoto, Y. (1989) « La décomposition du droit des sols au Japon », in ADEF, *Un droit inviolable et sacré, la propriété*, 341-345.

Inamoto, Y. (2000), « La notion de propriété foncière au Japon », in Bourdier, M. Pelletier, P. (dir.), *L'archipel accaparé, la question foncière au Japon*, Paris, EHESS, 79-87.

Institut des villes (2004), *Villes et économie*, Paris, La documentation française.

Kerr, D. (2002), « The 'place' of land in Japan's postwar development, and the dynamic of the 1980s real-estate 'bubble' and 1990 banking crisis », *Environment and Planning D*, 20, 345-374.

Li, L-H. (2004), « Real estate cycles and government behavior in Hong Kong », in Aveline N., Li L-H. (dir.), *Property Cycles and Land Policies in Northeast Asia*, Tôkyô-Hong Kong, MFJ/CREUE, 240-284..

Lum, S. K., Sim, L.L., Malone-Lee, L.Choo (2004), « Market-led policy measures for urban redevelopment in Singapore », *Land Use Policy*, n°21, 1-19.

Renaud, B. (2004), « Permanence and change, East Asian housing policies after fifty years », mimeo, papier soumis au colloque «Housing in the 21st century::challenges and commitments », Hong kong, 2-4 février 2004, 32 p.

Schieffer, J.R., (1985), « Anatomy of a laissez-faire government: the Hong Kong growth reconsidered », in P.Hill, *State Policy and the Development Process*, Hong Kong, Center of Urban Studies and Urban Planning, University of Hong Kong.

Walker, A., Chau, K.W., Lai, W.C., (1995) *Hong Kong in China : Real Estate in the Economy*, Hong Kong, Brooke Hillier Parker.

Wood, C. (1994) *The Bubble Economy- The Japanese Economic Collapse*, London, Sidgwick and Jackson.

Wong, T-C, Yap A. (2003), « From universal public housing to meeting the increasing aspiration for private housing in Singapore », *Habitat International*, n°27, 361-380.

Yergin D. , Stanislaw, J. (2000), *La grande bataille , les marchés à l'assaut du pouvoir*, Paris, Odile Jacob.

Yong T (2004), « The Dynamics of the Singapore Private Housing Market », *Urban Studies*, vol.41, n°3, 605-619.

Quatrième partie

La puissance publique et les marchés fonciers

J'ai longtemps cru que le problème foncier était de nature juridique, technique, économique et qu'une bonne dose d'ingéniosité suffirait à le résoudre. J'ai lentement découvert qu'il était le problème politique le plus significatif qui soit, parce que nos définitions et nos pratiques foncières fondent tout à la fois notre civilisation et notre système de pouvoir, façonnent nos comportements.

Edgard Pisani, *Utopie foncière*, 1977

I. Le nouveau contexte de l'action publique

Les mutations industrielles et financières de ces deux dernières décennies ont profondément redéfini les termes de l'action publique. L'emprise du marché, par le biais des privatisations, a considérablement restreint la sphère du bien public, qui se confondait auparavant avec la mission d'intérêt général de l'Etat. Parallèlement, la disqualification des modèles économiques administrés ou mixtes (keynésiens) a introduit une profonde méfiance à l'égard de l'intervention étatique. Pour conserver sa légitimité, l'Etat doit donc faire preuve, désormais, non plus de sa capacité à s'imposer mais de son aptitude à composer avec les diverses forces de la société. C'est tout l'enjeu de la gouvernance urbaine, qui cristallise l'affirmation politique du niveau local (celui de la ville, que privilégient les réseaux industriels et financiers mondialisés), la complexification croissante des dispositifs d'acteurs et l'émergence de la société civile comme garant alternatif de l'intérêt public. L'Etat ne s'est pas pour autant vidé de sa substance, loin s'en faut. Le marché a plus que jamais besoin de lui pour garantir la sécurité des droits et faciliter l'insertion des économies émergentes. La globalisation expose en effet les économies à des tensions brutales, tout en leur offrant des possibilités de croissance nouvelle. Pour que ce potentiel ait des chances de se réaliser, elle doit aller de pair avec un effort de construction et de renforcement de l'Etat de droit. Cette exigence conduit à un durcissement des règles contrevenant à la liberté individuelle, qui se traduit, dans le champ urbain, par un durcissement du droit de propriété foncière et immobilière.

I-1 . La gouvernance urbaine

La capacité de l'Etat à composer avec les autres acteurs sociaux prend la forme, au niveau local, de ce qu'il est aujourd'hui convenu de nommer la « gouvernance urbaine »¹⁵¹. Celle-ci a pour finalité de mobiliser les groupes sociaux, les institutions, les acteurs publics et privés autour d'un projet commun pour la ville.

¹⁵¹ Ce terme d'origine anglo-saxonne recouvre un très grand nombre de définitions. Nous reprendrons ici la définition synthétique de Bernard Jouve, qui lui associe deux propositions : le recul de l'Etat au profit d'institutions supra-nationales (comme l'Union Européenne) et de construits sociologiques comme les villes; l'agrégation des institutions et des acteurs, non pas par la domination mais par la mobilisation, sur la base d'un projet commun pour la ville, partagé par les élites économiques et politiques (Jouve, 2003, p.43-44).

Fragmentation de l'Etat

Les villes – et tout particulièrement les plus importantes d'entre elles – sont devenues, comme on l'a vu, des lieux centraux de la production de richesse à l'heure de la mondialisation. Cette évolution est liée pour partie à l'affirmation des gouvernements urbains, auxquels l'Etat a transféré, au cours de ces dernières décennies, une partie de ses prérogatives. Les raisons de ces transferts sont multiples, mais elles tiennent avant tout au changement de doctrine économique des années 1980, qui remet en cause les modes d'organisation des services publics en cherchant à substituer des mécanismes de marché à des logiques hiérarchiques administratives. Dans ce nouveau schéma, la décentralisation doit rendre les processus de prise de décision plus cohérents avec les préférences des administrés et conduire de la sorte à une plus grande expérimentation de solutions nouvelles. En outre, par le nouveau cadre concurrentiel entre prestataires de services privés et publics qu'elle organise, elle est supposée révéler les préférences des administrés en matière de biens publics.

Les politiques locales mettent l'accent sur le développement économique, devenu fédérateur de l'ensemble des politiques sectorielles. De la sorte s'affirme une forme de coordination économique alternative à celle de l'Etat et du marché. La montée des prérogatives locales entraîne cependant une fragmentation de l'Etat, qui introduit un brouillage dans la définition des objectifs de la puissance publique. La fragmentation est encore plus forte dans les pays auparavant centralisés comme la France, où le transfert des prérogatives de l'Etat favorise l'émergence de pouvoirs à d'autres niveaux territoriaux, comme celui de la région. Cette superposition des pouvoirs, à l'échelle métropolitaine et régionale, est source de confusion et peut entraîner, comme dans le cas de la France, à une inflation des partenariats (Conseil d'Etat, 1992).

Pluralité d'acteurs

À la fragmentation politique fait écho celle du système de représentation des acteurs privés, tout au moins dans les villes européennes (Jouve, 2003). Plusieurs facteurs y concourent : l'internationalisation des systèmes productifs, d'abord, qui bouleverse le cadre spatial de référence des grandes entreprises et de leurs sous-traitants. La remise en question, ensuite, des instances traditionnellement représentatives du monde patronal : à côté des traditionnelles chambres de commerce et structures de socialisation nobiliaires du patronat (comme le Lions Club ou le Rotary en France), viennent s'ajouter, depuis une dizaine d'années, de multiples clubs de réflexion et autres systèmes de représentation de nouveaux types d'entrepreneurs. On citera, enfin, la contraction des services et biens offerts par l'Etat, qui a fait émerger de nouvelles catégories d'opérateurs privés ou semi-publics.

Les pouvoirs locaux sont confrontés, également, à la montée en puissance de la société civile. Celle-ci fait preuve d'une capacité accrue d'organisation et revendique une valorisation de la démocratie participative dans les processus décisionnels. Elle tire sa force du fait que son action exprime des valeurs sociales, culturelles et éthiques dont certaines ont une portée universelle. À cet égard, elle entre en concurrence avec l'Etat dans la définition de l'intérêt général. Elle est appelée à s'exprimer de façon croissante dans la définition des règles d'urbanisme et de construction, le plus souvent pour assurer la protection du cadre de vie. Les « mouvements d'habitants » représentent une force importante dans les pays développés, y compris en Asie, où dans des pays comme le Japon et la Corée du Sud, ils ont montré leur capacité à imposer de nouvelles normes de construction. La société civile n'échappe pas,

toutefois, au phénomène de fragmentation qui touche les autres composantes de la sphère politique. Elle se compose de mouvements et groupes divers, dont certains, défendant des intérêts minoritaires, s'imposent et pèsent au même titre que l'intérêt général. En témoigne la multiplication des associations de type NIMBY (*Not In My Backyard*, Pas dans ma cour !), plus soucieuses de défendre les intérêts des propriétaires fonciers que de ceux de l'ensemble des citoyens.

Les diverses formes de la gouvernance urbaine

La coordination des intérêts pluriels autour d'un projet urbain prend des formes très diverses selon les contextes nationaux, avec des implications elles aussi très différentes pour la gestion de la ressource foncière.

Prenons l'exemple des Etats-Unis, d'où est originaire le concept de gouvernance. Dans ce pays, l'autonomie des villes est bien plus forte qu'en Europe. L'Etat fédéral y intervient peu dans le développement local et les transferts budgétaires y sont assez faibles. La marge de manœuvre dont disposent les villes en matière de fiscalité locale – assise essentiellement sur la taxe foncière, sur des bases proches des valeurs de marché – leur confère une grande liberté d'action. Certains auteurs ont défendu l'idée que des coalitions se nouaient entre acteurs publics et privés pour favoriser la croissance urbaine, dans le contexte accru de concurrence entre les villes. Pour Logan et Molotch, ces « coalitions de croissance » (*urban growth coalitions*) se portent sur la propriété foncière et se structurent par des stratégies antagonistes autour de la valeur d'échange et de la valeur d'usage du foncier (Logan, Molotch, 1987). Les propriétaires fonciers, bénéficiaires de la rente foncière, profitent des logiques à la fois des promoteurs immobiliers et des spéculateurs qui interviennent directement auprès des élus pour agir, par le biais de politiques urbaines, sur le prix du foncier. La coalition de croissance entre élus, propriétaires fonciers, spéculateurs, propriétaires immobiliers (auxquels viennent s'adjoindre des « acteurs auxiliaires » comme les universitaires, les agences d'urbanisme, les médias locaux) poursuit un objectif commun, consistant à faire augmenter la valeur d'échange du foncier. Elle s'oppose en cela à d'autres groupes sociaux pour lesquels le foncier a surtout une valeur d'usage et qui subissent l'augmentation de la valeur d'échange, comme les résidents. Les élus arbitrent le plus souvent en faveur des intérêts privés, au détriment de ceux des résidents. Ces derniers ne constituent pas une force d'opposition susceptible d'infléchir les décisions des élus. Tout au plus peuvent-ils à freiner l'action de la coalition, à condition qu'ils disposent d'un niveau d'éducation suffisant pour s'imposer et qu'ils se mobilisent sur des thèmes fédérateurs comme celui de la protection de l'environnement.

On pourra discuter de la pertinence d'une dissociation nette entre « valeur d'usage » et « valeur d'échange ». Il est impossible d'établir à priori quel effet, entre l'ouverture de nouvelles zones à l'urbanisation ou le maintien de l'état existant, est le plus susceptible de générer des plus-values foncières. Dans un marché tendu, l'effet de pénurie foncière résultant d'une politique de maintien du *statu quo* peut très bien l'emporter sur les plus-values d'urbanisation. Dans ce cas, « valeur d'usage » et « valeur d'échange » sont totalement convergentes.

L'idée de coalitions servant exclusivement le positionnement dans la concurrence entre les villes, indépendamment du contexte politique ou sociologique local, a par ailleurs été vivement critiquée. Cette vision est accusée d'essentialiser le développement économique et la croissance urbaine en minimisant les divisions et tensions sociales à l'œuvre localement. Plusieurs travaux ont montré, en effet, que la cohérence supposée des grandes catégories

d'acteurs – pouvoirs publics, secteur privé et résidents – était un leurre. On a insisté, en particulier, sur la diversité des intérêts parmi les acteurs privés dans les villes nord-américaines. Comme ailleurs, en effet, des tensions s'observent entre les représentants traditionnels du secteur privé (entre les chambres de commerce et d'industrie, sociologiquement dominées par les commerçants et les activités industrielles traditionnelles), plutôt conservateurs et peu disposées à participer activement à la construction de CBD¹⁵² et d'autre part, le « monde de la finance », représenté par de nouvelles structures représentatives sociologiquement plus cohérentes, qui participent davantage aux projets urbains (Jouve, 2003).

La grille de lecture proposée par Logan et Molotch n'en est pas moins utile pour aborder certains phénomènes de valorisation foncière, notamment dans les pays où l'Etat intervient peu dans l'aménagement et la gestion urbaine. En l'absence de règles et de normes publiques contraignantes – en appui, notamment, d'une politique de logement volontariste –, il est en effet plus facile de nouer des coalitions locales pour mettre en oeuvre des projets de valorisation foncière. Par l'exercice des prérogatives d'un Etat décentralisé, les pouvoirs publics locaux sont susceptibles d'apporter leur soutien à toutes les étapes du projet : mise en oeuvre de procédures libératoires des sols (possibilité d'exercer au besoin la contrainte ou la force par l'expropriation), « labellisation » du projet comme élément structurant du plan d'occupation des sols, entretien au besoin d'une rareté de l'offre par le blocage de projets alternatifs...

Il n'existe pas, à notre connaissance, de travaux sur les « coalitions de croissance » au Japon. Pourtant, cette approche nous paraît bien adaptée à l'analyse des modes d'aménagement dans ce pays. Un cas exemplaire en est la construction de la cité scientifique du Kansai, une ville nouvelle située à mi-chemin entre Osaka, Kyôto et Nara, devant accueillir à terme quelque 410 000 résidents. Le projet a été conçu à la fin des années 1970 par les acteurs locaux pour revitaliser le Kansai face à l'attractivité croissante du Kantô¹⁵³. Contrairement à la cité scientifique de Tsukuba, démarrée quinze ans plus tôt dans la grande banlieue Est de Tôkyô, celle du Kansai ne pouvait espérer un engagement financier conséquent de l'Etat. Les acteurs publics et privés de la région ont donc combiné leurs forces pour aménager ce site. Le grand bénéficiaire du projet fut sans conteste le groupe ferroviaire privé Kintetsu, à qui fut confiée la desserte de la partie la plus enclavée du périmètre aménagement. Pour cet opérateur, en effet, se présenta l'occasion unique de mettre en valeur d'anciennes réserves foncières inexploitées, acquises autrefois pour un projet de ligne abandonné. Grâce à la construction de trois nouvelles gares dans la cité scientifique, Kintetsu bénéficie de fortes plus-values sur ses réserves foncières (notamment par aménagement de zones résidentielles aux abords des gares) tout en ayant pris soin de minimiser le risque d'exploitation de la nouvelles voie ferrée (Aveline, 2000).

De façon plus générale, on peut dire que les grandes agglomérations japonaises sont le théâtre de coalitions entre grands opérateurs privés (les filiales immobilières des *keiretsu*, les grands opérateurs immobiliers et dans une moindre mesure les groupes ferroviaires privés) et collectivités locales pour reconfigurer le bâti aux normes de la globalisation, en appuyant le financement des projets sur les plus-values foncières. La Préfecture de Tôkyô (exécutif coiffant les 23 arrondissements de Tôkyô et la ville nouvelle de Tama à l'ouest) est particulièrement active dans la promotion des grands projets privés. Seules les mairies

¹⁵² Central Business Districts.

¹⁵³ Le Kansai est la région d'Osaka, le Kantô celle de Tôkyô.

d'arrondissement semblent se soucier du sort des résidents, mais sans pour autant mener des actions significatives en faveur du logement. On remarquera que ces coalitions qui se bâtissent entre les collectivités locales et les segments supérieurs de l'industrie immobilière peuvent aller à l'encontre des intérêts des petits opérateurs privés. C'est le cas actuellement, la Préfecture de Tôkyô encourageant la construction de bureaux à proximité des grandes gares de l'est et du sud (gare centrale de Tôkyô, Akihabara, Shimbashi, Shinagawa...), alors que la surproduction des années 1985-1990 n'est pas encore résorbée. Ces nouvelles surfaces prestigieuses, conformes aux besoins des grandes entreprises internationales, trouveront sans difficulté des occupants, mais elles contribueront à renforcer la vacance devenue structurelle dans le parc de bureaux plus ancien, obsolète et moins bien situé (Aveline, 2004). À l'évidence, la Préfecture de Tôkyô est prête à sacrifier les intérêts d'une multitude de petits propriétaires d'immeubles (PME-PMI et particuliers), au profit d'une poignée de grandes entreprises, pour accroître la compétitivité internationale de la capitale japonaise.

Dans les villes européennes, la coordination politique au niveau métropolitain prend des allures très différentes de celles qui sont observées aux Etats-Unis ou au Japon. La première raison est la plus grande dépendance financière des collectivités locales envers l'Etat. La détermination du taux des taxes – notamment foncières – n'y constitue donc pas un enjeu politique local majeur comme aux Etats-Unis ou au Canada¹⁵⁴. Ajoutons à cela que l'Etat intervient à divers niveaux du développement local et des politiques sectorielles qui lui sont subordonnées. Cette tendance s'observe également en Grande-Bretagne, où la doctrine néolibérale connaît pourtant les plus fortes avancées. Ce territoire a été, en effet, le lieu d'expérimentation le plus prometteur du partenariat public-privé, par le biais de diverses procédures spéciales ainsi que des *Quangos*, structures hybrides appelées à élaborer une « vision commune » de développement urbain. Or, Jouve remarque que ces dispositifs, loin de procéder ainsi qu'on l'avait affirmé, d'une convergence avec ceux des villes nord-américaines, opéraient au contraire une reprise en main par l'Etat central de la politique urbaine : « *La compétition entre les villes britanniques dans la captation des budgets nationaux, la quête éperdue du partenariat est avant tout organisée par l'Etat qui s'appuie pour l'occasion sur le patronat et des élites locales réformatrices, notamment à l'intérieur du Parti Travailliste* » (Jouve, 2003). Les modalités de participation des acteurs sont en outre très différentes de celles qui sont constatées outre-Atlantique : dépourvus de projets et intérêts communs, ceux-ci ont plutôt tendance à adopter une démarche opportuniste pour capter les subventions publiques (stratégies bâtissant des « coalitions subventionnées »). On retrouve, dans le cas français, des éléments communs avec la Grande-Bretagne. Les risques d'égoïsme municipal mis en lumière par la décentralisation ont conduit, comme en Grande-Bretagne mais pour de toutes autres raisons, à une réaffirmation du rôle de l'Etat dans les affaires locales, comme défenseur en dernier ressort de l'intérêt public. La décentralisation n'en a pas moins été génératrice de coalitions entre les grands opérateurs de services techniques urbains (Lyonnaise-Dumez, Bouygues, Vivendi Environnement) et des maires de grandes villes désireux de marquer leur mandat de projets urbains d'envergure (Jouve, 2003).

Les nouveaux enjeux de la gestion foncière

La montée des pouvoirs locaux et régionaux, sous leurs différentes formes, pose en de nouveaux termes la question de la gestion publique des sols. Un premier problème est posé par le brouillage dans la définition de l'intérêt général, porté par les divers représentants d'un Etat fragmenté et par une société civile émergente, non moins fragmentée et traversée de

¹⁵⁴ L'autonomie financière locale au Japon est parmi les plus faibles des pays industrialisés.

contradictions internes. La valeur des terrains urbains étant tributaire des droits qui leur sont attachés et tout particulièrement du droit de construire, comment garantir la stabilité des marchés si la réglementation (ou l'interprétation de l'intérêt général par les juges en cas de contentieux) fluctue au gré des équilibres entre les diverses composantes ? Autre problème : face à la contraction de leurs ressources, les pouvoirs locaux seront de plus en plus tentés de tirer financièrement parti de certains pouvoirs discrétionnaires dont ils disposent pour délivrer des droits à construire. L'attribution de surfaces supplémentaires peut se faire sous différentes formes, mais la plus courante est la gratification de « bonus de COS » (augmentation exceptionnelle du coefficient d'occupation des sols autorisé dans une zone donnée du plan d'urbanisme), en échange de contreparties exigées aux promoteurs : aménagement d'espaces publics ou d'équipements collectifs, contribution sous forme de redevance ou de taxe.

Ces dispositifs dits « d'incentive zoning » sont courants dans les pays industrialisés. Mais la valeur des surfaces excédentaires est-elle véritablement récupérée par la collectivité ? On peut en douter dans le cas de Tôkyô. Les maigres placettes aménagées au pied des gratte-ciel ou les quelques logements construits dans les étages supérieurs ne compensent pas, à l'évidence, les généreux bonus de COS octroyés par les collectivités locales. La ville de Téhéran au contraire, tire la moitié de ses ressources financières d'une taxe sur les augmentations de COS. Une telle « marchandisation » des droits à construire n'est pas condamnable en soi – encore vaut-elle mieux que de généreuses dotations de COS au secteur privé sans contreparties –, mais elle implique que l'instance émettrice de ces droits connaisse la valeur des surfaces construites et effectue un suivi scrupuleux du marché pour limiter les risques de surproduction. Or, dans la plupart des pays, les pouvoirs locaux sont encore très loin de remplir ces conditions. Non seulement ils ne disposent pas de données fiables leur permettant de suivre l'évolution des marchés fonciers et immobiliers sur leur territoire, mais ils ne possèdent pas les ressources nécessaires, en termes de savoir et de capital humain, pour évaluer les effets économiques de leurs actes. Les métiers traditionnels de l'urbanisme sont peu outillés pour aborder les mécanismes de cycle, les crises de surproduction immobilière et les puissants effets de levier exercés par l'immobilier sur le foncier. Il est donc urgent de créer des filières de formation intégrant pleinement la dimension économique dans l'aménagement. Ce qui suppose, en amont, de développer la recherche dans ce domaine, encore bien trop indigente hors de la sphère anglo-saxonne.

Dernier point, enfin: la montée des prérogatives locales s'accompagne d'une contractualisation de l'aménagement urbain. À la vision globalisante de l'urbanisme qui caractérisait l'après-guerre succède une conception plus pragmatique, qui appuie le développement urbain sur des périmètres opérationnels, au sein desquels les règles se négocient entre la puissance publique et l'aménageur (ZAC publiques et privées, PAE, AFU dans le cas de la France). Une telle démarche présente l'avantage d'alléger les procédures de révision des plans d'urbanisme – le contentieux se focalisant sur les périmètres d'aménagement –, mais elle est génératrice de risques. Risque de fragmentation de l'action publique qui conduit à une fragmentation de l'espace urbain et à un accroissement des inégalités sociales. Dans des contextes urbains dominés par des rapports de force entre acteurs locaux, comment l'accès des ménages les plus pauvres au logement va-t-il pouvoir être défendu ? La fragmentation de l'Etat et la nature composite des mouvements de la société civile ne feront-ils pas un obstacle à la défense de catégories sociales politiquement fragiles ?

I-2. Les nouvelles formes du droit de propriété

Si l'Etat tend à se reposer de plus en plus sur le marché dans sa gestion de l'espace urbain, le marché, de son côté, a un besoin croissant de la garantie de l'Etat. Et cette garantie s'exprime par la sécurisation des contrats et de la propriété. Il peut sembler paradoxal, de prime abord, que la doctrine néo-libérale s'accommode d'un renforcement du pouvoir étatique, alors qu'elle critique le pouvoir arbitraire et incontrôlé de l'Etat. Cet apparent paradoxe s'explique par le fait que les postulats initiaux de complétude et de perfection des marchés ont été mis en échec. En présence d'incertitude, les contrats ne peuvent intégrer la totalité des possibilités du présent et du futur, ce qui rend la notion de propriété indispensable (Sapir, 2003).

Non seulement l'incertitude n'a pas disparu, mais elle s'est accrue, comme on le sait, avec la globalisation de l'immobilier. Pour garantir la sécurité des investissements, les Etats doivent faire la preuve de leurs capacités à encadrer juridiquement la propriété des biens. On observe donc un mouvement convergent, à l'échelle de la planète, de durcissement du droit de propriété, qui se trouve puissamment légitimé par la nouvelle doctrine libérale. Ce mouvement s'accompagne d'une complexification des statuts de la propriété foncière et du développement d'un marché de droits à bâtir.

2.1. Le durcissement du droit de propriété

Le renforcement des droits de propriété prend des formes très différentes selon les problématiques urbaines et environnementales particulières à chaque pays. Toutefois, par-delà les diversités nationales, des enjeux convergents semblent se dessiner selon le niveau de développement économique. Il convient donc de bien différencier les pays industrialisés, les économies émergentes, et, parmi ces dernières, les économies en transition.

Dans les pays industrialisés, qui sont dotés d'importantes infrastructures et d'un Etat de droit, la tentation est forte d'affirmer le droit de propriété face à des réglementations accusées de limiter son exercice. Sont tout particulièrement concernées les règles d'urbanisme et de construction, ainsi que les règles de droit de l'environnement, qui restreignent de façon sensible l'exercice du droit de propriété.

Le cas du *Movement of Property Rights* aux Etats-Unis en apporte un bon exemple. Ce mouvement multiforme, vaste constellation de groupes d'origines très diverses – de simples activistes aux grands industriels – fortement soutenue par le parti Républicain, revendique aujourd'hui plus de deux millions de membres. Il s'est développé en réaction aux diverses lois de protection de l'environnement mises en œuvre aux cours des années 1970¹⁵⁵, sous l'influence des groupes de pression environnementalistes. Il s'appuie sur le 5^{ème} amendement de la constitution¹⁵⁶ introduisant le principe du *taking* (prise d'intérêt) pour revendiquer l'indemnisation systématique de toute atteinte à la valeur d'un terrain engendrée

¹⁵⁵ Il s'agit surtout du Clean Air Act de 1980, du Clean Water Act de 1972 et du Endangered Species Act de 1973.

¹⁵⁶ Cet amendement introduit le principe du *taking*, stipulant « qu'aucune propriété ne peut être récupérée pour l'usage public sans faire l'objet d'une juste compensation ». L'objectif était « d'empêcher le gouvernement de forcer des individus à assumer des choix d'intérêt général qui, en toute justice et équité, doivent être assumés par la collectivité ». Le grand enjeu du mouvement des property rights est de renverser cette interprétation en faveur des propriétaires, pour que toute atteinte au plein exercice de la propriété par la réglementation, quel que soit son fait générateur, soit pleinement indemnisé.

par la réglementation. Depuis le célèbre arrêt *village of Euclid versus Ambler Realty* de 1926¹⁵⁷, la Cour Suprême avait considéré que le zonage n'était pas générateur de *taking*. Sa jurisprudence en la matière avait été pour l'essentiel restreinte à l'indemnisation des expropriations. Toutefois, le mouvement des Property Rights se réfère à une déclaration de la Cour Suprême de 1972, qui stipule « *qu'il existe une interdépendance fondamentale entre le droit personnel à la liberté et le droit personnel à la propriété, l'un étant dépourvu de sens sans l'autre* »¹⁵⁸. Cette déclaration sert d'appui pour dénoncer les atteintes à la liberté de la législation environnementale. Le mouvement est ainsi parvenu à imposer, par l'arrêt *Lucas* de 1992¹⁵⁹, le principe d'un « *regulatory taking* » pour indemniser une perte de valeur due à la réglementation. Depuis 2001, 20 états ont adopté un *regulatory taking* pour certaines catégories de parcelles. Par exemple, au Mississippi la compensation porte sur les terrains agricoles et forestiers dont la perte de valeur excède les 40% ; en Louisiane, le seuil est fixé à 20% pour les mêmes catégories de terre, et au Texas à 25% pour tous les types de propriétés (Olivetti, Worsham, 2003). La vigueur de ce mouvement n'est pas sans nourrir des inquiétudes. On craint que les pouvoirs publics n'en viennent à s'autocensurer dans l'élaboration de règlements, par peur d'être condamnés par les juges. Une autre dérive se profile : la dégradation des finances publiques, que viendraient grever des indemnisations de plus en plus coûteuses.

L'association entre droit de propriété et liberté individuelle est également invoquée dans le droit communautaire européen. La Cour européenne des droits de l'homme, qui considère que le droit de propriété figure au rang des libertés fondamentales, adopte une position plus libérale que bon nombre de juridictions nationales. La France va tout particulièrement être au défi d'harmoniser son droit avec les principes communautaires, notamment sur les procédures d'expropriation et de préemption.

Si la Cour européenne reconnaît aux Etats le droit de recourir à l'expropriation, elle considère que cette procédure, ainsi que tout autre mesure d'ingérence dans le droit de chacun au respect de ses biens, doit ménager « un juste équilibre entre les exigences d'intérêt général de la communauté et les impératifs de sauvegarde des droits fondamentaux de l'individu ». Un « rapport raisonnable de proportionnalité » doit exister entre les moyens employés et le but visé par toute mesure privant un individu de son droit de propriété, cet équilibre étant rompu si la personne concernée a eu à subir de ce fait une « charge spéciale et exorbitante ». Cette approche a conduit récemment la Cour européenne à sanctionner la France à trois reprises. La première condamnation est intervenue en 1998, pour la démolition et la revente d'un bien au cours d'une procédure d'expropriation, qui avait privé l'exproprié de son bien et de toute

¹⁵⁷ Euclid était une petite commune de la banlieue de Cleveland, dans l'Ohio. Un aménageur, Ambler Realty Co, y avait acquis 25 hectares pour aménager une zone industrielle. La commune adopta en 1922 un zonage très strict, séparant les zones industrielles des zones résidentielles. Face aux sévères restrictions au droit de construire imposées sur ses terrains par le zonage, la société Ambler se tourna devant les tribunaux pour exiger l'indemnisation d'un *taking* qui grevait, selon ses estimations, la valeur de ses terrains de 70%. Au terme d'un examen très approfondi, la Cour Suprême se prononça en faveur de la commune, estimant que sa réglementation ne portait pas atteinte « à la santé, la morale ou le bien être ». Ces critères sont restés une référence pour la jurisprudence. Il n'ont pas contribué à la définition de règles générales, car la Cour Suprême a toujours préféré un examen au cas par cas (Renard, 1996).

¹⁵⁸ Olivetti, Worsham (2003), p.44.

¹⁵⁹ Un promoteur, Mr Lucas, avait acheté pour un million de dollars de terrains en Caroline du Sud. Il comptait les construire, malgré de sérieuses restrictions imposées par les règles de protection du littoral. La protection se renforça au point de rendre les terrains inconstructibles, ce qui amena Lucas à invoquer le 5^{ème} amendement.

indemnité pendant 10 ans. En 2002, deux affaires ont valu à la France de nouvelles sanctions : la première pour avoir fait perdre son « outil de travail » à un exploitant agricole et entraîné ainsi un préjudice moral ; la seconde pour avoir privé un propriétaire de la plus-value réalisée sur un bien qui, 19 ans après son expropriation, n'avait toujours pas obtenu l'affectation prévue¹⁶⁰. Le droit européen oblige par ailleurs les pouvoirs publics en France à introduire plus de concertation en amont des grandes opérations d'aménagement. La procédure d'enquête publique préalable à l'expropriation, totalement inadaptée à l'expression du débat public et à la prise en compte réelle des éléments du débat dans la mise en œuvre des projets, a été modifiée avec la Loi Barnier de 1995 et la Loi Démocratie et Proximité de 2002. Mais il reste fort à faire pour que de véritables processus de co-décision puissent émerger.

Quant au droit de préemption, il est aussi sujet à de vives critiques. Sorte d'exception française, cet outil institué dans les années 1950 offre aux collectivités publiques le droit d'acquérir en priorité des immeubles mis en vente sur leur territoire. Le principe en est le suivant : un propriétaire souhaitant vendre un bien inscrit dans une zone de préemption doit déposer une déclaration d'intention d'aliéner (DIA) en mairie. Le préempteur (la collectivité locale, le département ou l'Etat selon le type de préemption) dispose alors de deux mois pour manifester son intention d'acquérir. Il peut accepter le prix indiqué dans la DIA, auquel cas la vente est effective, mais peut aussi proposer un prix inférieur. En réponse, le vendeur peut accepter le nouveau prix ou maintenir sa proposition initiale. Dans la seconde hypothèse, le préempteur peut saisir le juge dans un délai de quinze jours et obtenir la révision à la baisse du prix indiqué dans la DIA.

Le droit de préemption se donne pour objectif de permettre des « actions ou opérations d'aménagement » : construction d'équipements publics, urbanisation de nouvelles zones ou réaménagement de zones existantes, voire constitution de réserves foncières si l'objectif en est dûment motivé. Toutefois, dans la pratique, les collectivités locales ne préemptent que très rarement. Moins de 1% des DIA sont suivies d'acquisitions communales¹⁶¹. En revanche, le droit de préemption peut servir à contrôler les transactions, un usage qui n'est d'ailleurs nullement inscrit dans les textes. Les communes l'utilisent surtout pour freiner la hausse des prix dans certains quartiers et plus encore pour collecter des informations sur les marchés immobiliers.

Confronté à la décentralisation, le droit de préemption urbain a donné lieu, par ailleurs, à des abus bien connus. Les communes en ont fréquemment fait usage pour exclure de leur territoire certains acheteurs jugés indésirables (foyers Sonacotra, mosquées, logements très sociaux, populations d'origine maghrébine), n'hésitant pas, dans certains cas extrêmes, à préempter à un prix de moitié inférieur à celui du marché (Godfrin, 1995). D'autres usages illégaux ont été attestés, tel celui d'acquérir des biens pour le compte de promoteurs privés – en échange parfois de petits cadeaux au maire – ou d'utiliser le droit de préemption comme moyen de chantage en faveur de la commune (Comby, Renard, 1990-1991). Ces pratiques occasionnent d'importants préjudices, qui frappent tout particulièrement des propriétaires modestes, alors qu'elles ne poursuivent aucun objectif d'utilité publique.

¹⁶⁰ *Le Monde*, 15-16 décembre 2002, dossier « Comment faire face à l'expropriation », p.2.

¹⁶¹ Il n'existe pas d'enquête nationale sur le pourcentage de déclarations d'intention d'aliéner ayant été suivies d'acquisitions par des collectivités locales. On cite généralement le chiffre de 1% en moyenne sur la France, mais certaines enquêtes en région attestent de taux légèrement plus élevés (1,9% pour Poitou-Charentes). L'une des rares villes citée pour avoir fait un usage actif du droit de préemption est celle de Rennes (Claval, 1981).

Pour dissuader les communes d'abuser de cette prérogative, le cadre réglementaire du droit de préemption a été progressivement resserré. La loi du 9 février 1994 oblige désormais le préempteur à consigner, dans les trois mois de la saisine du juge, 15% du prix évalué par les Domaines, ces fonds étant gelés jusqu'au terme de la procédure. Cela permet au préempté de connaître le prix des Domaines. Parallèlement, les juges exercent un contrôle de plus en plus sévère envers les motivations affichées de l'exercice de ce droit. Les tribunaux administratifs ont ainsi annulé, au cours de ces dernières années, les trois quarts des préemptions qu'ils ont eu à traiter¹⁶².

Paradoxalement, alors qu'il demeure très peu utilisé, le droit de préemption ne cesse d'étendre son aire d'influence, couvrant des périmètres de plus en plus vastes au sein des agglomérations¹⁶³. Son usage principal n'a pourtant pas changé. Il sert toujours d'instrument de lutte antispéculative et, plus encore, de pourvoyeur d'information sur les marchés fonciers et immobiliers. Ce pouvoir d'immixtion des élus dans la plupart des transactions privées ne manquera pas d'être examiné de près par la Cour européenne. Celle-ci ne se contentera pas de justifications trop abstraites de notions d'intérêt général et vérifiera non seulement si l'atteinte portée à la propriété poursuit un objectif légitime, mais également si la puissance publique a donné au bien la destination d'intérêt général ayant permis l'atteinte (Struillou, 2002).

On voit bien, à travers les exemples français et américain, que le durcissement de la propriété suit une évolution très contrastée de part et d'autre de l'Atlantique. Aux Etats-Unis s'observe une montée de l'absolutisme du droit de propriété qui fera sans conteste obstacle aux principes de la ville durable. En France et plus généralement en Europe, la propriété ne connaît pas un processus de sacralisation aussi avancé. L'harmonisation du droit français au droit communautaire dans ce domaine comporte bien des éléments positifs, même si la prise en compte plus sourcilieuse des droits de propriété individuels par le droit européen établira un nouvel équilibre entre les intérêts privés et l'intérêt général. L'emprise du droit communautaire ne fera que hâter le passage d'une régulation administrative à une régulation par le droit, qui renforce la place du juge. Certains redoutent un futur « gouvernement des juges ». Les hésitations de la jurisprudence témoignent en effet des difficultés à juger de l'intérêt général, cette notion étant toujours contingente. Les risques d'arbitraire, d'atteinte à la dignité de la personne humaine ou au principe de liberté du commerce et d'industrie ne sont pas à exclure (Conseil d'Etat, 1999). Toutefois, comme le souligne Vincent Renard, « c'est plus une obligation de résultat (loger les ménages à faible revenus, protéger des sites remarquables, etc.) qu'une obligation de moyens qui pourrait être imposé aux acteurs et, aux premiers chefs, les collectivités locales » (Renard, 2000).

Dans les grandes villes des pays en voie de développement, la question du droit de propriété se pose dans de tous autres termes. Une large partie du développement urbain se fait sans aucune garantie ou titre de propriété. Ces statuts d'occupation informels entravent l'amorce d'un développement économique, notamment par le biais du crédit. Le poids de l'économie informelle empêche par ailleurs les municipalités de faire face aux dépenses très coûteuses en matière de transport et de lutte contre la pollution.

¹⁶² *Le Monde*, 15-16 décembre 2002, op.cit.

¹⁶³ Selon une étude menée en 2000 dans soixante-cinq départements par l'ADEF, trois quarts des communes dotées d'un plan d'occupation des sols l'ont instauré sur toutes leurs zones urbaines et d'urbanisation future. Dans le cas de Paris, de la Seine Saint-Denis, du Val de Marne et de l'Indre-et-Loire, le droit de préemption urbain a été adopté par la totalité des communes. Les lois de 1985, 1995 et 2002 en ont étendu le champ hors des zones urbaines pour la protection de l'environnement.

La question de l'accès à la terre et de la sécurité du mode d'occupation en est donc venue à occuper une position centrale dans les politiques urbaines de ces pays. La Banque Mondiale encourage, depuis les années 1980, la régularisation des statuts d'occupation des sols. Ce processus vise également à opérer des transferts de l'économie informelle vers les pouvoirs municipaux, via l'élaboration de dispositifs fiscaux. L'impôt foncier figure au centre de ces dispositifs, en raison de sa légitimité et des recettes substantielles qu'il peut procurer, les pays en développement étant soumis comme les autres à des processus de valorisation rapide du prix du sol.

Le statut d'occupation du sol a été défini par les Nations Unies comme l'un des deux principaux indicateurs pour mesurer les progrès des conditions d'habitat dans les pays en développement. L'objectif, d'ici 2020, est de régulariser la situation de 100 millions d'occupants de bidonvilles. Or, cela ne concernera qu'une faible partie des intéressés, dont le nombre devrait atteindre 1 500 millions à cet horizon (924 millions recensés en 2002, auxquels s'ajouteront plus de 500 millions d'ici 2020). L'ampleur du phénomène amène aujourd'hui à reconsidérer la notion même de « statut de propriété » et à renoncer à la régularisation comme seul moyen d'action. Certaines enquêtes ont montré que pour les plus pauvres, l'accès aux emplois (la proximité du logement au lieu de travail) était bien plus important que la sécurisation de leur droit de propriété. Il s'avère, par ailleurs, que la signification sociale et politique du statut d'occupation du sol est très dépendante de la politique gouvernementale. On peut ainsi opposer l'Inde, où certains statuts légaux du sol sont menacés par des procédures d'éviction publique, à la Colombie, où les résidents des quartiers informels bénéficient des services urbains et ne risquent pas l'éviction (Payne, 2004). L'expérience du Pérou apporte par ailleurs la preuve que la régularisation n'est pas une condition suffisante au développement économique. Depuis 1996, plus d'un million de titres de propriété ont été accordés aux résidents urbains les plus pauvres dans ce pays, sur des terres désertiques anciennement détenues par le gouvernement. Or, seulement 1% de ces ménages ont pu accéder à des prêts formels en échange de leurs titres. Il est clair, par conséquent, que le renforcement des statuts de propriété, qui prend la forme particulière de la régularisation des droits dans les pays en développement, n'est pas une solution miracle pour les résidents de bidonvilles. Comme dans les pays industrialisés, la réflexion sur l'amélioration des conditions de logement des plus pauvres doit s'envisager dans le cadre plus large de l'agglomération et porter sur l'accès aux emplois et la qualité des services urbains.

La question du droit du sol revêt d'autres enjeux dans le cas de pays en transition vers l'économie de marché. La recreation de droits de propriété, voire la création dans certains pays où de tels droits n'ont jamais existé, constitue un élément-clé du processus de transition. Les choix engagés en la matière peuvent se résumer en deux grande options : la privatisation totale de la propriété du sol d'une part, le maintien de la mainmise de l'Etat sur la propriété foncière et la concession de droits d'usage d'autre part. La Russie et ses anciens satellites ont fait le premier choix – et ceci malgré l'appel fortement médiatisé d'un groupe d'intellectuels défavorables à cette option¹⁶⁴ –, la Chine a choisi la seconde solution en se référant implicitement au modèle de Hong Kong.

Quelle que soit l'option retenue, la création d'un marché du droit du sol n'est à l'évidence pas chose facile. Ainsi, dans le cas de la Russie et d'autres pays dans son orbite, comme

¹⁶⁴ Appel à Gorbachev, signé par une trentaine d'universitaires réputés, presque tous américains, pour le mettre en garde contre les dangers de la privatisation des terres. Cet appel a été publié dans *Etudes Foncières*, n°52, septembre 1991, p.39.

l'Ukraine, s'observe une très forte résistance à l'idée même – non encore aboutie en droit – de la propriété privée de la terre au sens de notre Code Civil. Les grandes difficultés à mettre en place un code foncier en Russie ont mis en évidence les résistances, à la fois politiques et culturelles, à la notion même d'échange marchand portant sur la terre (Renard, 2000). La République Populaire de Chine, de son côté, a créé en 1997 un marché d'usage des sols, négociables et transmissibles. Ces droits ont été sécurisés par plusieurs lois ainsi que par une révision de la Constitution en 1988 (Cao, 1998). Toutefois, cette ouverture ne concerne qu'une portion minoritaire des surfaces foncières du pays, plus importante dans les villes côtières – où les droits au bail peuvent être « vendus » aux firmes étrangères – que dans les provinces de l'intérieur. Il en résulte une structure duale de la propriété foncière, où coexistent des droits de superficie (acquittés forfaitairement pour une période donnée), faisant l'objet d'une mise en vente transparente et des droits d'usage attribués par l'administration, selon des modalités très opaques et des montants bien inférieurs. Le maintien de ce double système est supposé garantir les droits sociaux en maintenant en vie les entreprises d'Etat¹⁶⁵, incapables pour la plupart de racheter les baux au prix fort. Néanmoins, la persistance de droits d'usage attribués par l'administration, dans le contexte actuel de croissance soutenue et d'enchérissement foncier, constitue un puissant facteur de corruption et de distorsion dans l'allocation de la ressource foncière. Il incite à la formation de coalitions entre les collectivités locales – auprès desquelles ont été décentralisées la gestion et le contrôle des sols – et les entreprises d'Etat (Zhu, 1999, 2004). L'Etat n'est pas en mesure de contrôler les abus auxquels conduisent ces coalitions locales : surproduction de surfaces bâties, manque à gagner en termes de recettes publiques, contraction préoccupante des surfaces agricoles dans les périphéries urbaines. L'enjeu est de taille, puisqu'il s'agit rien moins que de préserver les grands équilibres macro-géographiques et sociaux du pays, menacés par un flux de quelque 200 millions de migrants ruraux en direction des villes.

Morcellement de la propriété foncière

Alors que le droit de propriété s'affirme partout, il tend paradoxalement à perdre de sa force sous l'effet d'un morcellement qui va s'accroissant. Ce phénomène est lié aux grandes évolutions socio-économiques dans les pays industrialisés, aux nécessités de lever l'obstacle foncier ainsi qu'aux effets de la financiarisation de l'immobilier.

Nos sociétés ont connu récemment de radicales mutations. La structure familiale de base s'est profondément transformée avec l'augmentation des divorces, la diminution des mariages, la recomposition des noyaux familiaux et l'évolution de la législation (mise en place des PACS, mariage des homosexuels ...). L'allongement de l'espérance de vie entraîne par ailleurs de nouveaux types de besoins en matière d'investissement immobilier (achat de logements médicalisés...) et altère les rapports entre les individus et leur patrimoine. Toutes ces évolutions ont une incidence forte sur la demande immobilière et sur les représentations patrimoniales des ménages.

La prépondérance croissante de l'urbain sur le rural concourt également à une demande d'espace conduisant à s'approprier toutes sortes de terrains, quelle qu'en soit la nature. Comme le remarque Joseph Comby, « une lande bretonne dont personne n'aurait voulu autrefois vaut plus cher aujourd'hui qu'une terre à blé ». Les propriétaires agricoles sont ainsi trois fois plus nombreux, en France, que les agriculteurs (Comby, 2000).

¹⁶⁵ Les entreprises d'Etat pourvoient à une grande partie des prestations sociales qui, dans d'autres systèmes, sont dévolues à l'Etat, comme l'éducation et le logement.

La toute-puissance de la propriété se trouve parallèlement grevée par la superposition de droits attachés à une même parcelle, appartenant à des titulaires différents, susceptibles de les exercer et les céder chacun pour son compte. Entrent, dans cette catégorie, les droits de superficie, lesquels peuvent atteindre jusqu'à 80 % de la valeur du terrain comme nous l'avons vu dans le cas du Japon ... L'archipel nippon a également vu, au cours des années 1995-1995, la multiplication des droits à bâtir pour escamoter l'investissement foncier en amont des opérations. La France connaît également, dans une moindre mesure, une complexification des statuts de propriété du sol, avec les baux à construction, des dations en paiement, des divisions de propriété en volume et des ventes de droits à bâtir.

Le développement de la finance de marché ne fait qu'accentuer encore la fragmentation des droits de propriété. Avec la considérable diminution du « coût d'entrée » de l'investissement immobilier, les propriétaires sont devenus de plus en plus nombreux. Leur force est toutefois diffuse, du fait de la dissociation entre la propriété juridique et le pouvoir économique, ce dernier revenant aux gestionnaires de fonds. Le « capitalisme patrimonial » exerce donc un travail de sape sans précédent sur notre conception de la propriété héritée du droit romain, qui associait dans une même main trois éléments : l'*usus* (droit d'usage), le *fructus* (droit d'en recueillir les fruits) et l'*abusus* (droit d'en disposer et notamment de vendre). On est très loin, désormais, du schéma qui opposait les gros propriétaires aux petits salariés. Aujourd'hui, les petits épargnants deviennent massivement propriétaires de titres pour financer leur retraite, mais ne tirent aucun bénéfice de leurs droits de propriété. À l'inverse, les gestionnaires de fonds d'investissement, devenus les maîtres du jeu, fondent leur puissance sur l'épargne de leurs clients et non sur des droits de propriété. Ce découplage radical entre propriété, pouvoir et répartition nous amènera à repenser en profondeur les enjeux des régimes de propriété. Le débat devrait davantage porter, à l'avenir, sur les conditions d'accès aux biens plutôt que sur le régime juridique de ces mêmes biens. Comme le suggère Zaki Laïdi, « il faudra peut-être de plus en plus distinguer propriété et appropriation, la propriété renvoyant au régime juridique et l'appropriation aux conditions dans lesquelles le bien est socialisé » (Laïdi, 2003).

Cette évolution consacre par ailleurs la prééminence de la conception nord-américaine du droit de propriété sur les systèmes juridiques hérités du droit romain. Loin d'être unique et absolue, la propriété du sol est en effet considérée aux Etats-Unis comme un « faisceau de droits » (*a bundle of rights*) dont certains éléments peuvent être dissociés (Renard, 1999). C'est donc, sans surprise, aux Etats-Unis qu'a germé l'idée qu'un marché des droits du sol pourrait avantageusement se substituer aux dispositifs de zonage.

Développement d'un marché des droits du sol

Dès les années soixante, les théoriciens de l'Ecole de Chicago se mettent à critiquer sévèrement les systèmes réglementaires et fiscaux présidant à la gestion urbaine. Ils les jugent arbitraires, inefficaces (la taxation étant incapable d'internaliser les externalités engendrées par le zonage) et coûteux pour la société. Ronald Coase, qui obtiendra le prix Nobel d'économie en 1991, propose d'instituer un marché des droits dans un cadre concurrentiel. Par sa célèbre « Théorie des droits de propriété », il postule que le marché est plus efficace que l'Etat à assurer l'allocation optimale des ressources, à condition que les droits de propriété sur lesdites ressources soient très précisément énoncés : « *Définissons clairement les droits de propriété et laissons les contrats se conclure, et nous saurons enfin quelle merveille est le marché* » (Coase, 1960). Une seule contrainte, cependant, et de taille : le marché ne peut fonctionner efficacement que dans le cadre théorique de l'économie néo-classique, où

l'information est parfaite, les coûts de transaction nuls (coût d'information, de négociation, de prévention, d'administration, de recherche...) et l'environnement pleinement concurrentiel. Coase admet l'irréalisme de l'une de ces hypothèses, celle de l'inexistence des coûts de transaction. Il reconnaît que le marché peut devenir moins efficace que l'intervention publique en présence de coûts de transaction élevés, et qu'il est préférable dans ce cas d'imposer des règlements spéciaux. Mais d'autres auteurs sont plus radicaux. Michael Goetz et Larry Wofford, par exemple, préconisent l'abolition du zonage au profit d'un système de conventions entre participants, basé sur les droits de propriété parfaits définis par Coase (Goetz, Wofford, 1979). C'est en la personne de Robert Nelson que le zonage trouve son plus virulent détracteur : « *L'introduction des protections par un zonage de proximité aux Etats-Unis représente* » dit-il « *l'établissement d'un statisme élevé qui fait penser au schéma féodal de propriété* (Lanotte, Rossi, 1995, p.24).

La théorie des droits de propriété est revenue récemment en force avec la faillite des modèles d'économie planifiée. Mais c'est surtout le débat sur la réduction des gaz à effet de serre qui a consacré son succès. Le protocole de Kyoto a en effet opté pour la création de droits à polluer, en 1997, mettant fin à une longue controverse entre les partisans d'une taxe (dont, en autres, des mouvements d'écologistes) et les défenseurs d'un marché de droits à polluer. La mise en place d'un tel marché exige une définition rigoureuse des droits d'émission (nature, durée, zone géographique concernée), une identification des agents titulaires des droits, ainsi qu'une allocation initiale des droits (par attribution gratuite ou vente aux enchères). Les titulaires des droits à polluer peuvent céder leur droit à d'autres agents désireux de polluer davantage. Ce dispositif garantit en théorie le non-dépassement d'un seuil émission de gaz à effet de serre défini au départ... Les signataires du protocole de Kyoto se sont engagés à ouvrir un marché des droits à polluer sur leur territoire en février 2005, pour que les entreprises les moins polluantes puissent revendre aux autres leurs droits d'émission de gaz nocifs.

Si Coase l'a emporté sur Pigou¹⁶⁶ dans le cas des droits à polluer, on est encore loin du compte dans le domaine de l'allocation des sols. Il existe en effet une grande différence entre un droit négociable à tout moment et portant sur un flux de caractère continu comme l'émission de gaz à effet de serre et des droits vendus une fois pour toutes pour une longue durée, comme les droits attachés au sol. Peu d'expériences de négociation de droits à construire ont encore été menées à ce jour. On peut néanmoins citer le « transfert of development rights » aux Etats-Unis et le transfert des coefficients d'occupation du sol en France, introduit par la loi Galley de 1976¹⁶⁷. Alors qu'aux Etats-Unis la négociation peut porter sur une partie seulement du droit à bâtir – comme l'atteste le cas célèbre du transfert de l'espace constructible au-dessus de la bibliothèque municipale de Los Angeles vers les gratte-ciels adjacents –, en France il consiste à « vider » des zones de leur droit à construire, pour la préservation d'espaces naturels et de les reporter sur des zones urbaines existantes ou nouvelles. On notera que, dans un cas comme dans l'autre, l'introduction d'un système de négociation des droits ne se conçoit pas sans l'existence préalable de règles d'occupation des sols et sans un contrôle des transferts par la collectivité locale.

¹⁶⁶ Pigou (1920) était partisan de l'institution d'instruments fiscaux pour corriger les externalités générées par la réglementation.

¹⁶⁷ Le transfert des droits a également été expérimenté, sous diverses formes, en Nouvelle-Zélande, en Espagne et en Italie.

Dans un récent article de synthèse sur le transfert des COS en France, dont il faut souligner le caractère très limité au regard de l'expérience américaine, Renard (1999) émet de sérieuses réserves sur l'efficacité et l'équité de ce dispositif¹⁶⁸.

Au plan de l'efficacité, Renard pointe l'extrême complexité de la mise en œuvre d'un marché des droits à construire. Tout d'abord, la municipalité doit désigner des zones émettrices et des zones réceptrices suffisamment vastes pour que les propriétaires soient correctement incités, dans chacune des zones, et que ces incitations conduisent à un équilibre de l'offre et de la demande de droits à construire. Deux grandes difficultés se présentent alors. La première est de tracer les contours de la zone émettrice. L'inclusion de terres agricoles dans cette zone ne va pas de soi, car, comme le remarque Renard, « il y a un paradoxe à conférer des droits à construire, même non utilisables sur le site, à une terre dont la vocation est de rester agricole ». La seconde difficulté concerne l'équilibre entre zones émettrices et réceptrices. Superficies et coefficients doivent être recalculés, au fur et à mesure de l'élargissement des zones, pour garantir en permanence l'égalité entre capacités émettrices et capacité réceptrices sur l'ensemble de l'aire urbaine¹⁶⁹. Par ailleurs, le cas français comme le cas américain révèlent la nécessité d'une implication institutionnelle très forte. Le marché des droits ne peut en effet fonctionner sans l'intervention d'un organisme susceptible d'acheter, de stocker et de vendre les droits à tout moment. Il ne peut se concevoir sans zonage, puisqu'il est lui-même générateur d'un zonage. Ceci met en échec les hypothèses des défenseurs les plus radicaux de la théorie des droits de propriété, qui présument qu'un marché des droits pourrait à terme se substituer au zonage.

Les dispositifs de transfert de COS présentent par ailleurs une vision particulièrement réductrice de l'équité, puisqu'ils ne garantissent une répartition harmonieuse des plus-values d'urbanisation qu'au sein du groupe des propriétaires. Ce principe ne fait en réalité qu'avaliser la situation qui prévaut dans un grand nombre de pays (aux Etats-Unis, au Japon et en Europe du sud-ouest notamment), où n'existe pas de mécanisme de récupération des plus-values d'urbanisation. Celles-ci sont en effet « capturées » pour l'essentiel par les propriétaires fonciers¹⁷⁰.

¹⁶⁸ Les paragraphes qui suivent s'inspirent pour l'essentiel de l'article de Renard cité en référence dans le texte.

¹⁶⁹ Pour mieux comprendre, empruntons à Renard l'exemple des transferts de COS menés à Taninges. L'objectif était d'éviter la construction anarchique d'une zone appelée à une forte urbanisation suite à la construction d'une route. Une zone de protection paysagère a été désignée, émettrice de droits à construire transférables de 0,035 (35 mètres carrés de surface hors œuvre constructible pour 1000 mètres carrés d'emprise foncière). La zone réceptrice, où devait être construite la route, a été dotée de droits à construire variant entre 0,1 et 0,3, que les propriétaires pouvaient effectivement construire à condition d'avoir acquis des droits complémentaires auprès de propriétaires situés en zone émettrice. Par exemple, le propriétaire d'une parcelle de 7 000 mètres carrés dans la zone réceptrice à densité 0,2 dispose initialement, avec son droit de 0,034, d'une surface constructible de 7000 x 0,035, soit 245 « points ». Il doit donc acheter 1 155 points, qui seront alors prélevés sur 33 000 mètres carrés (1155 / 0,035) de terrain dans la zone émettrice, qui sont alors totalement « vidés » de leur droit de construire. Le montant de ces droits s'est élevé à 10-17 francs le mètre carré, ce qui représentait une part mineure de la valeur des terrains à bâtir dans cette zone (Renard, 1999).

¹⁷⁰ Il existe toutefois des procédures ponctionnant une partie de la plus-value auprès des propriétaires, comme la taxe de riveaineté en Allemagne et en Alsace (introduite sur l'ensemble du territoire français par la loi SRU), les Associations Foncières Urbaines ou le *tochi kukaku seiri* (remembrement foncier) au Japon, exporté en Corée du sud, à Taiwan et en Thaïlande. Sur le *tochi kukakuseiri*, voir Aveline, N. Aveline, F. (1991) « Remembrement urbain à la japonaise », *Urbanisme et Architecture* n°252, 18-21 ; Aveline, N. (1997), « Le remembrement urbain nippon : un modèle pour l'Asie ? Le

On notera, en outre, que la négociation des droits à bâtir renvoie à la question de l'indemnisation des servitudes d'urbanisme. La création des droits d'émission sur une zone appelée à devenir inconstructible peut en effet être considérée comme une compensation liée aux effets du zonage. D'ailleurs, la loi Galley a introduit le système de transfert de COS précisément pour adoucir l'entrée en vigueur d'un dispositif de zonage généralisé (les Plans d'Occupation des Sols, institués par la Loi d'Orientation Foncière du 31 décembre 1967) qui posait brusquement un problème aigu d'équité entre les propriétaires fonciers. Développer le marché des droits à construire pourrait donc amener, *in fine*, à remettre en cause le principe d'indemnisation des servitudes d'urbanisme prévalant dans la plupart des pays industrialisés. Or, nous avons vu plus haut, le risque posé par la progression du mouvement des Property Right aux Etats-Unis, à la fois sur les finances publiques et sur le respect d'un principe d'intérêt général. Il nous faut bien convenir, en conséquence, que la voie des droits négociables, en dépit de son caractère *a priori* séduisant, s'avère très étroite et non dépourvue de dangers.

II. Combattre les mécanismes spéculatifs

Alors que se modifie le contexte de l'intervention publique et que se trouve questionnée la légitimité de l'Etat à s'immiscer dans les affaires urbaines, l'immobilier financiarisé soumet les marchés fonciers locaux à des mouvements instables, de nature cyclique et spéculative. Ces phénomènes parfois très violents occasionnent des bouleversements dans la sphère productive et plus encore dans les structures socio-spatiales des grandes agglomérations. Ils peuvent même menacer durablement les grands équilibres macro-économiques et financiers d'un pays, comme ce fut tout particulièrement le cas au Japon, à Hong Kong et en Thaïlande. Dans un système globalisé et profondément pro-cyclique, l'Etat apparaît comme le seul acteur doté d'un pouvoir contracyclique. Il est donc appelé tôt ou tard à réagir, bien qu'il soit lui-même bénéficiaire, à plusieurs titres, des retombées des phases ascendantes des cycles fonciers. Trois grands modes d'action s'offrent à lui pour tempérer l'amplitude des mécanismes spéculatifs : l'action sur les taux d'intérêts, le resserrement de la réglementation et l'intervention directe sur les marchés fonciers.

II.1. La régulation par les taux d'intérêt

Le monétarisme a mis au premier plan la lutte contre l'inflation. Se pose alors le problème de la flambée périodique du prix des actifs. Les autorités monétaires doivent-elles aussi lutter contre cette forme d'inflation ? Quels rapports entretiennent les valeurs des actifs boursiers et immobiliers avec les prix des biens de consommation ? Au début des années 1980, l'éclosion des mécanismes spéculatifs à la Bourse et dans l'immobilier avait fait craindre une résurgence de l'inflation, que les banques centrales s'efforçaient partout de contenir. On supposait que la prise de valeur des actifs allait entraîner, par effet de contamination, une valse des étiquettes. Or, force a été de constater qu'un tel phénomène ne s'est pas produit. Dans les pays ayant connu une forte volatilité des valeurs d'actifs, non seulement le prix des biens et services n'a pas connu de progression substantielle, mais il a même parfois régressé. Cette évolution inattendue a mis en échec les principes de la pensée monétariste, selon lesquels une politique

monétaire expansionniste crée dans un premier temps des emplois, puis de l'inflation sur les biens de consommation courants.

Des liens de causalité complexes

Le seul levier dont disposent les banques centrales, dans des systèmes financiers déréglementés, est l'action sur les taux d'intérêt à très court terme. Elles peuvent faire baisser le taux interbancaire ou le taux d'escompte, en déclarant qu'elles satisferont toutes les demandes à un taux inférieur et les relever en diminuant le volume des prêts qu'elles consentent sur le marché. En principe, elles n'ont aucun pouvoir d'intervention sur les autres taux (même les taux à trois mois), mais les taux courts influencent le marché en raison des opérations d'arbitrage. Aussi, si les banques centrales abaissent les taux, il peut en résulter un resserrement du crédit, mais cela n'a rien de mécanique. L'effet de la modification des taux courts sur l'inflation, elle non plus, n'obéit pas à des lois de causalité immuables.

Les rares travaux de recherche sur les effets des politiques monétaires ne permettent pas de se prononcer, puisqu'ils ne conduisent pas à des conclusions convergentes. Gertler et Bernanke (2001) ont étudié les effets d'une politique monétaire face à un mécanisme d'inflation des actifs. Postulant que la hausse de valeur des actifs entraîne un effet de richesse stimulant la consommation et augmentant l'investissement grâce à la baisse du coût du capital, ils parviennent à la conclusion qu'une intervention monétaire n'est pas souhaitable. Cecchetti (cité par Filardo, 2001) a utilisé le même modèle mais assorti d'un éventail plus large de politiques publiques. Ses résultats montrent au contraire qu'une politique monétaire peut être bénéfique. Filardo (2001) réconcilie les deux approches en admettant que les autorités monétaires ont de bonnes raisons d'intervenir, mais que le coût d'intervention – en terme de volatilité économique – peut être supérieur aux bénéfices attendus.

Ces travaux, tous basés sur des modèles macroéconométriques, appellent une remarque : il semble quelque peu singulier d'étudier les effets d'une politique monétaire « en chambre », en réduisant une réalité complexe et variable selon les cultures nationales, à quelques hypothèses d'école. Il en va ainsi du postulat d'effet de richesse qui mérite d'être affiné selon la nature des actifs – les biens immobiliers étant davantage générateurs de cet effet que les actions comme l'ont montré Case, Quinley et Shiller¹⁷¹ –, selon les pays et les périodes.

De fait, l'intervention monétaire soulève trois grands problèmes : la détermination du niveau à partir duquel on peut parler de spéculation, la légitimité d'une intervention de la banque centrale et l'efficacité d'une telle politique. Cette triple difficulté se trouve bien exprimée dans la déclaration d'Alain Greenspan, à propos de l'emballement de la Bourse américaine en 1999 : « *si l'on pouvait éviter des bulles ce serait bien, mais comment évaluer s'il s'agit d'une bulle ? La FED est-elle mieux à même de juger des fondamentaux que des millions d'investisseurs ?* »¹⁷².

Mesurer la part spéculative d'une flambée des actifs

S'agissant des actifs fonciers et immobiliers, nous avons déjà évoqué les insurmontables problèmes méthodologiques posés par les tests de bulle. Les autorités peuvent néanmoins, au besoin, recourir à la théorie des bulles ou des cycles pour légitimer une intervention, comme

¹⁷¹ Voir III/IV-1

¹⁷² Cité dans Giraud, P.-N., (2001), *Le commerce de promesses*, Paris Seuil, p.155.

nous l'avons vu dans le cas du Japon. Toutefois, l'absence de test scientifiquement robuste et universalisable rend la théorie économique peu instrumentale pour appuyer l'action publique. À défaut, les autorités monétaires peuvent suivre l'évolution des marchés d'actifs, en se basant sur des indicateurs simples et universels, comme le *price-earning ratio* et le ratio prix-salaire.

Le premier indicateur s'apparente en tous points au *price-earning ratio* (PER) boursier, ratio exprimant le cours d'une action sur le bénéfice net que celle-ci doit rapporter. Cet outil d'aide à la décision sert à évaluer la cote d'une action par rapport aux performances globales du secteur d'activité concerné, pour lequel sont définis des PER de référence. Les PER agrégés permettent également de mesurer le risque global de dérive des marchés boursiers. Ainsi, le Japon des années 1985-1990 a été l'objet de commentaires très alarmistes, surtout dans la presse occidentale, sur les niveaux excessivement élevés des PER boursiers. Plus récemment, Shiller a révélé dans un graphique désormais célèbre, le niveau singulièrement élevé atteint par les PER aux Etats-Unis, au cours d'un siècle¹⁷³ (Shiller, 2001). Appliqué à l'immobilier, le PER correspond au prix de vente du bien immobilier par rapport au niveau des loyers (implicites dans le cas des propriétaires-occupants) que le bien est susceptible de générer. Des indicateurs de ce type sont couramment utilisés dans les pays anglo-saxons et scandinaves, où l'on dispose d'une grande diversité d'indices des prix et des loyers. Il suffit alors de rapporter, dans une ville ou un pays donné, l'indice général des prix du logement à celui des loyers. C'est ainsi que l'on a mis en évidence une hausse très préoccupante des PER immobiliers en Grande-Bretagne, en Australie et aux Pays-Bas au cours des années 1999-2003, les ratios prix-loyers dépassant de 30%, au cours de cette période, leur niveau moyen au cours des trente dernières années (16% dans le cas des Etats-Unis¹⁷⁴). L'usage du PER remplace avantageusement celui des modèles les plus frustes de bulle (ceux réduisant l'équation à trois variables : les loyers, les prix et le taux d'actualisation, auxquels il s'apparente. Tout comme ces derniers, il indique de fait le poids respectif des plus-values et des rendements sur les marchés immobiliers. Un mouvement de hausse des PER traduit une plus grande importance des plus-values dans la formation des prix, relevant par là-même d'une montée d'anticipations spéculatives non fondées sur l'évolution des facteurs « fondamentaux » (sans quoi ceux-ci pousseraient également les loyers à la hausse). Le suivi des PER permet ainsi de tordre le cou à des conventions reposant sur des croyances trop simplistes, comme celles de la rareté foncière. Il a été fréquemment invoqué, au cours de ces dernières décennies, que les PER élevés se justifiaient par un faible niveau des taux d'intérêt. Cet argument est central dans le débat sur la politique monétaire à mener.

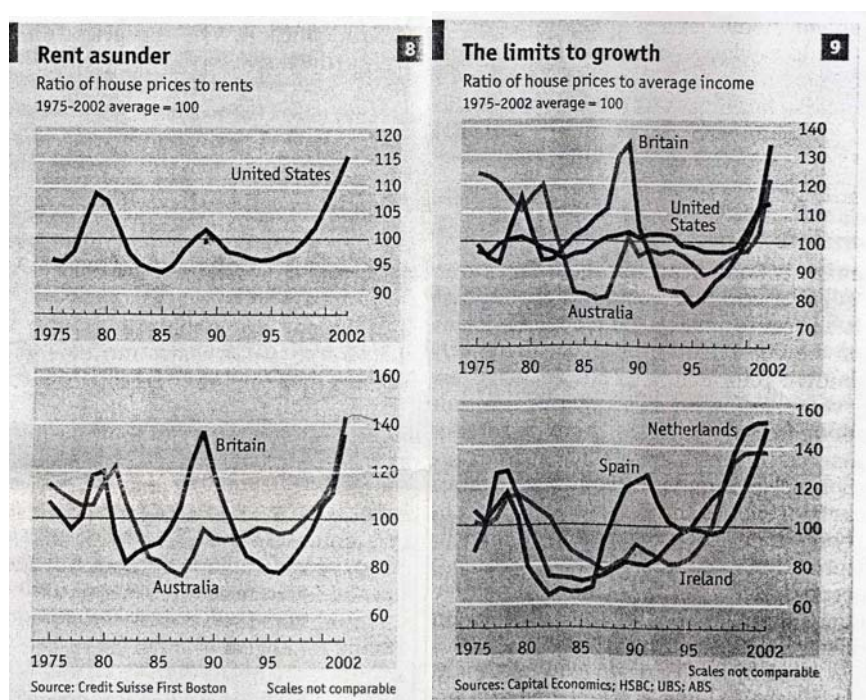
Dans les pays où les données statistiques ne permettent pas de calculer des PER, ce qui est le cas, parmi les pays industrialisés, de la majorité des pays européens et du Japon, le ratio prix-salaires apparaît plus facile d'accès. Cet indicateur exprime le prix d'un logement en fonction du nombre moyen d'années de salaire nécessaire pour en faire l'acquisition. Comme dans le cas du PER, on peut se livrer à un examen de la tendance sur une longue période, de façon à « extraire » la composante excessive – qualifiée, aussi, abusivement de « bulle ». Des comparaisons effectuées en 2002 ont confirmé la hausse anormale des prix aux Etats-Unis, Grande-Bretagne et Pays-Bas, mais aussi en Irlande et en Espagne. Une étude citée dans l'hebdomadaire britannique *The Economist* identifiait, par ce biais, 55 bulles potentielles dans

¹⁷³ Shiller précise bien que la hausse des PER n'est imputable qu'à l'augmentation anormale du prix des actions. Les dividendes, eux, n'ont pas connu d'évolution significative.

¹⁷⁴ *The Economist*, « a Survey of Property », 31 mai 2003, 3-16.

210 agglomérations¹⁷⁵. Au Japon, le ratio prix-salaires a été un instrument essentiel de la politique pro-cyclique du mécanisme spéculatif, tout comme de la politique contra-cyclique mise en place dans les années 1990. Le niveau « normal » des prix des logements dans les grandes villes a été fixé par le gouvernement à cinq années de salaire moyen d'un cadre d'entreprise (*salaryman*). Comme la valeur d'un appartement de 75 mètres carrés s'élevait à 7 années de salaire dans un rayon de 10 kilomètres autour du centre de Tôkyô en 1985, une politique « d'offre foncière massive » a été lancée pour ramener le ratio à son niveau « normal » de cinq ans. Mais la politique en question a surtout consisté à libéraliser massivement les règles d'urbanisme et de construction, ce qui a conduit, comme on le sait, à une forte poussée des valeurs foncières. Résultat : en 1989, les mêmes appartements valaient 17 années de salaire! C'est au nom de ce même ratio, toujours dans le dessein de l'abaisser à 5 années de salaire, que la banque du Japon a déclenché une politique de relèvement rapide des taux d'intérêts en 1989-1990, affichant ainsi sa volonté de briser le mécanisme spéculatif.

Graphique 14. PER immobiliers (à gauche) et ratios prix-salaires (à droite)



Source : *The Economist*, 31 mai 2003

Légitimité et efficacité de l'intervention monétaire

En supposant que l'on puisse « prouver », par des méthodes faisant consensus, la nature spéculative d'une hausse de valeur des actifs, la seconde difficulté est de savoir si l'intervention monétaire est légitime, surtout quand l'emballement des marchés d'actifs ne s'accompagne pas d'une montée de l'inflation. En principe, les autorités monétaires n'ont pas pour mission de réguler « l'inflation » des actifs. Mais se seront-elles pas jugées responsables, par leur inaction, des effets d'un krach boursier ou immobilier ? Le problème se pose donc dans les termes suivants : faut-il relever aujourd'hui les taux et précipiter l'économie dans la

¹⁷⁵ Étude réalisée par Michael Youngblood, directeur de recherche au GMAC-RFC Securities (*The Economist*, « A survey of property », 31 mai 2003, p.9).

récession ou laisser le marché purger lui-même ses excès en entraînant demain une crise économique et financière? Il est impossible d'évaluer *ex-ante* laquelle, entre les deux récessions, sera la plus dommageable pour le pays. Une chose est sûre, c'est qu'il est vain de vouloir traiter spécifiquement le problème des actifs par une action sur les taux, sans envisager les modifications fondamentales qu'une telle politique fait peser sur l'économie tout entière. Car comme le dit Schiller, l'intervention monétaire relève « *de l'irradiation d'un corps entier et non d'un laser chirurgical* » (Shiller, 2001, p.223).

La légitimité de l'intervention publique est d'autant plus difficile à justifier que l'efficacité d'une action monétaire est loin d'être garantie, tant les liens de causalité entre les divers facteurs de l'économie sont complexes et mouvants. Un mécanisme spéculatif se développe sur une période relativement longue, au cours de laquelle se façonne la « convention » à laquelle finissent par adhérer l'ensemble des acteurs. Une petite modification des taux, dans ces conditions, a peu de chance d'infléchir le comportement des marchés. Mais si l'action, même très modeste, s'accompagne de signaux très clairs, de la part des autorités monétaires, sur leur détermination à casser le mécanisme spéculatif, alors la convention peut être ébranlée. De simples déclarations suffisent même parfois à susciter des troubles sur les marchés d'actifs, tant l'opinion de la communauté financière est sensible aux signaux qui lui sont adressés. L'histoire des marchés financiers américains est scandée d'initiatives de ce type, que ce soit pour rassurer les opérateurs boursiers après un krach ou au contraire les mettre en garde contre des excès spéculatifs. Par exemple, le krach de 1927 fut suivi de déclarations des personnalités les plus en vue du monde de la finance, exprimant leur confiance dans les marchés. Parmi eux, John Rockefeller déclara qu'il avait personnellement une confiance absolue dans les valeurs boursières américaines et dans la qualité des fondamentaux sous-jacents (Shiller, 2001). Plus récemment, on se souvient du célèbre speech d'Alain Greenspan, en décembre 1996, sur « l'exubérance irrationnelle » de la Bourse américaine, qui semblait annoncer un durcissement de la politique de la FED. Ces déclarations sont loin d'être toujours efficaces – celle de Greenspan a refroidi momentanément la Bourse, mais ne l'a pas empêchée de rebondir par la suite – et, quand elles le sont, leur efficacité est impossible à mesurer. Toutefois, l'instabilité croissante des marchés financiers renforce le rôle des signaux émis par la puissance publique, comme moyen d'action sur les anticipations. Un directeur de banque centrale peut espérer agir efficacement sur une Bourse en surchauffe, en faisant une déclaration à la Greenspan, accompagnée au besoin d'un relèvement symbolique des taux courts.

Peut-on en dire autant pour les marchés fonciers et immobiliers ? La volatilité de ces marchés est beaucoup moins forte que celle de la Bourse. Néanmoins, une action sur les taux peut avoir un fort impact sur les prix de ces actifs, car ils sont très exposés au crédit. Cela est tout particulièrement vrai quand les prêts sont renégociables ou à taux variable. Aucun gouvernement ne pourrait, toutefois, mener une politique monétaire en direction des marchés immobiliers sans l'assortir de réformes sectorielles dans les domaines de l'urbanisme et du logement. Car l'enjeu est avant tout de maintenir les grands équilibres urbains et de garantir l'accès au logement pour la majorité de la population. Même au Japon, où la politique « anti-bulle » du début des années 1990 consistait surtout en un geste monétariste, elle s'est accompagnée de l'adoption d'une loi-cadre sur le foncier (*tochi kihon hô*) introduisant une série de réformes sectorielles : réforme fiscale instituant, entre autres, un nouvel impôt foncier, révision des règles d'urbanisme et réforme des baux fonciers (Aveline, 2000). Cette politique a par ailleurs été appuyée par d'abondantes déclarations officielles, affirmant sans ambiguïté le changement radical de posture du gouvernement. Si la politique antispéculative du gouvernement japonais a incontestablement permis de briser la « bulle », elle n'en a pas

moins été très vivement critiquée pour ses effets dévastateurs sur l'économie. Il est difficile de se prononcer sur la responsabilité des autorités monétaires dans la « récession de Heisei¹⁷⁶ », car celle-ci a relevé de tout autres facteurs, comme le délitement du modèle productif nippon et la baisse de compétitivité des entreprises japonaises (Dourille-Feer, 1998). En outre, il est quelque peu abusif de blâmer la banque du Japon pour sa politique monétaire restrictive, alors qu'elle s'est empressée d'abaisser le taux d'escompte dès que l'objectif de dégonflement de la bulle était atteint. Elle a pratiqué depuis lors une politique de taux zéro, sans parvenir à redynamiser l'économie pendant plus d'une décennie.

Dans le cas du Japon, un relèvement brutal des taux directeurs, quatre ans après le déclenchement du mécanisme spéculatif, ne fut manifestement pas une bonne option. Il eut mieux valu que le gouvernement adopte une politique moins laxiste à l'égard de la croissance monétaire – ce sur quoi la Banque du Japon a dûment fait son autocritique¹⁷⁷ – et qu'il exerce un contrôle plus strict sur l'occupation des sols. On peut faire les mêmes remarques pour la banque d'Angleterre. Celle-ci a également pratiqué la politique de taux zéro au début des années 2000, alors que se développait un mécanisme spéculatif d'envergure sur le marché du logement. Il a fallu que l'indice d'inflation se mette à frémir, avec une hausse de 2,5 à 2,8% en 2003, pour que la banque centrale britannique se décide à relever ses taux directeurs. En tout état de cause, dans l'un comme dans l'autre cas, c'est la focalisation sur un objectif restreint de contrôle de l'inflation, limité à celle des seuls biens et services courants, qui est responsable de la paralysie de l'action publique et d'un durcissement monétaire top tardif, brutal, et dommageable *in fine* pour l'économie.

Pour renforcer les instruments de veille et de pilotage des autorités monétaires, certains analystes préconisent d'élargir la notion d'inflation, en incorporant celle des actifs dans les indicateurs. Patrick Arthus développe dans ce sens un argumentaire très convaincant : « *les banques centrales sont en train d'alimenter une menace inflationniste de long terme, gigantesque, dont elles ne se soucient absolument pas. Elles continuent à créer de la liquidité même s'il y a, ici ou là, des bulles sur les prix d'actifs. Elles restent prisonnières du vieux modèle de la pensée monétariste selon lequel une politique monétaire expansionniste crée dans un premier temps de l'emploi, puis ensuite de l'inflation sur les biens. Le modèle qui est le nôtre est différent, avec des économies ouvertes, où les prix des biens présentent une grande rigidité – qui imagine que Ford puisse augmenter le prix de ses voitures ? – alors que ceux des actifs sont, au contraire, très flexibles avec des marchés très liquides. Dans ces conditions, une politique monétaire expansionniste a comme effet presque instantané de faire monter le prix des actifs. Les banques centrales devraient prendre en compte, pour définir leurs politiques, une notion beaucoup plus globale de l'inflation qui inclurait le prix des actifs, et en particulier celui des maisons. Il est absolument dramatique qu'elles ne s'occupent pas des prix de l'immobilier, lorsqu'on sait à quel point l'éclatement d'une bulle, dans ce secteur, présente des effets ravageurs. Mais les banques centrales s'en moquent.[...] À quoi sert-il de créer de la monnaie si c'est principalement pour nourrir la spéculation immobilière ? On paiera un jour la facture de cette expansion monétaire totalement déraisonnable.[...]. Les banques centrales devraient traiter les prix d'actifs de la même*

¹⁷⁶ La récession des années 1990 au Japon a coïncidé avec le décès de l'empereur Hirohito. L'avènement de son fils Akihito a ouvert une nouvelle ère, l'ère Heisei ou « accomplissement de la paix ».

¹⁷⁷ Dans un document officiel publié en 1990, la Banque du Japon a reconnu sa responsabilité dans la croissance trop forte de la masse monétaire et l'envolée consécutive des prix fonciers « *higher growth in money supply under relaxed monetary conditions has usually been a source of land price increases* » (Bank of Japan, 1990, p.10) .

manière qu'elles traitent les prix des biens. Il faut agir dès les premiers signes de tension inflationniste, qu'elles concernent les biens ou les actifs. Lorsque les bulles sont déjà formées, il est extrêmement difficile pour les banques centrales d'intervenir. C'est la situation dans laquelle on se trouve aujourd'hui. Il va falloir s'habituer à vivre avec ces bulles, sachant qu'on court des risques, à la première hausse des taux, d'une crise épouvantable¹⁷⁸ ».

Prendre davantage en compte les valeurs immobilières pour contrôler l'inflation renvoie toutefois au problème examiné précédemment : selon quelle norme pourra-t-on juger que le rythme de hausse des prix est excessif ? À l'heure où les PER immobiliers et les ratios prix-salaires semblent connaître une hausse durable, peut-être structurelle, peut-on espérer déterminer des seuils pertinents d'action ?

L'Etat, acteur parmi les autres

Quand on aborde les politiques publiques, il convient toujours de garder en mémoire que l'Etat est aussi un participant. Non seulement sa compréhension des événements est imparfaite, mais son action – ou sa paralysie, selon le cas – peut poursuivre dans certaines circonstances des objectifs très éloignés de l'intérêt général.

Là encore, le cas du Japon en apporte une bonne illustration. On peut se demander pourquoi le gouvernement a laissé s'épanouir un mécanisme spéculatif aussi ravageur, pendant quatre ans (de 1985 à 1989), sans prendre des mesures plus radicales qu'une réforme fiscale mineure et de molles « directives de guichets » aux banques¹⁷⁹ (Aveline, 2000). Certes, la myopie d'un pilotage de l'inflation, restreint aux seuls biens de consommation, en est l'une des grandes raisons, mais elle ne suffit pas à expliquer l'apathie singulière des autorités nipponnes. D'autres constats apportent un éclairage. Par exemple, le fait que les caisses de l'Etat se soient considérablement renflouées au cours de cette période. Les recettes fiscales, reposant directement ou indirectement sur la valeur des actifs, ont connu une hausse de 53% entre 1985 et 1989. À cela s'ajoutaient les profits exceptionnels de la vente des terrains publics en 1987 et surtout les recettes de la privatisation de l'ancien opérateur public téléphonique, NTT, privatisé en plein « boom » boursier (7 300 milliards de yens en 1987, 10 100 en 1988 et en 1989¹⁸⁰). Une autre caractéristique marquante de la période est l'exceptionnelle aura dont s'est paré le Japon en crevant le plafond mondial des valeurs foncières. Que l'on se rappelle les comparaisons audacieuses auxquelles s'était livrée, en 1990, la très officielle Agence de Planification Economique. À l'en croire, la valeur foncière de l'archipel nippon, petit chapelet insignifiant couvrant 0,3% de la surface du globe, totalisait rien moins que 60% du patrimoine mondial. À l'aune foncière, le Japon « valait » vingt fois les Etats-Unis. L'empereur pouvait troquer son palais impérial au centre de Tôkyô contre la Californie toute entière (Hasegawa, 1991). Toutes ces comparaisons poursuivaient un seul objectif : prouver au monde entier que le Japon allait détrôner les Etats-Unis.

L'adage, « quand le bâtiment va, tout va » est en effet bien ancré dans les esprits, quelle que

¹⁷⁸ *Le Monde*, 3 février 2004, dossier « Argent », p.3.

¹⁷⁹ En 1987 a été instituée une taxe sur les plus-values foncières à court terme (moins de 2 ans) et le *kaikae tokurei* a été aboli. Les « directives de guichet » consistaient à demander aux banques de restreindre la croissance de leurs prêts immobiliers à celle de l'ensemble de leurs prêts, contrainte qu'elles se sont empressées de contourner, en poursuivant l'octroi de crédit immobilier via les organismes non bancaires, *non banks* et *jusen*, qui relevaient de la tutelle du ministère du Commerce et de l'Industrie.

¹⁸⁰ Komine, 1990, p.138.

soit la culture particulière à chaque nation. Il est un fait que la hausse des prix du logement a la vertu, outre de remplir les caisses de l'Etat, de diminuer les risques sur le remboursement des prêts à long terme des accédants et, plus généralement, de favoriser l'endettement. Elle exerce donc souvent une action favorable sur le taux de croissance du PIB.

D'autres acteurs que l'Etat ont un intérêt tout particulier à la hausse des valeurs foncières et immobilières. Il en va ainsi des professions intermédiaires dont la rémunération est indexée sur les valeurs de marché : agents immobiliers, marchands de biens, promoteurs, experts immobiliers¹⁸¹, sans oublier les notaires dont les émoluments peuvent se cumuler avec des commissions sur les transactions. Ces intermédiaires ont en commun, comme le fait remarquer Auréjac (2004), d'être de puissants faiseurs d'opinion. Ce sont eux qui « formatent » l'information dont le particulier est abreuvé, via les rubriques « spécial immobilier » de la presse locale. Leurs recommandations, de nature pro-cyclique, ont d'autant plus d'impact sur le grand public que les marchés immobiliers sont opaques et très hétérogènes ; elles ne deviennent contra-cycliques, le plus souvent, qu'après le ralentissement avéré des transactions.

À un niveau plus élevé se situent les banques, les compagnies d'assurances et les fonds de pension. Les banques profitent, comme on l'a vu, de la hausse des *collaterals* pour augmenter leur offre de crédit ; l'allongement de la durée des prêts pour la solvabilisation de leur clientèle est tout à leur avantage, surtout si elles parviennent à reporter le risque sur l'accédant par des prêts à taux variable. Les compagnies d'assurances et les caisses de retraite ont profité récemment de la flambée immobilière, en France, en Italie et en Allemagne, pour céder une partie de leurs immeubles d'habitation. Les plus-values réalisées ont permis de faire face au paiement des pensions ou à des besoins en liquidités pour des fusions-acquisitions. De façon plus générale, elles ont servi à compenser les moins-values boursières enregistrées depuis 2000. Ces stratégies de rentabilité à court terme rompent avec les modes de gestion précédents, qui consistaient à investir durablement dans le patrimoine locatif. On notera qu'afin d'optimiser les plus-values, les immeubles sont désormais vendus le plus souvent « à la découpe », c'est-à-dire lot par lot. Les locataires n'étant pas en mesure d'acheter l'appartement qu'ils occupent se voient alors contraints de quitter les lieux.

La flambée des prix dans les villes européennes attire également les puissants fonds de pension américains. Eux aussi menacés par le vieillissement rapide de la population et l'allongement de l'espérance de vie, ces investisseurs institutionnels sont à la recherche de bonnes affaires pour assurer le paiement des retraites. Ils se sont illustrés récemment par leurs acquisitions prédatrices sur les marchés immobiliers français, achetant « en gros » aux institutionnels locaux pour revendre « à la découpe », au détriment des locataires. Westbrook a ainsi acquis 100 immeubles des beaux quartiers de Paris auprès de Simco et Gecina en 2004. D'autres opérateurs américains s'en sont inspirés, tel le céréalier Cargill qui a mis la main sur 10 immeubles haussmanniens dans le quartier Grolée-Carnot, au centre de Lyon. La Ville de Lyon a vendu au prix fort : 75 millions d'euros pour cet ensemble. S'étant dessaisie d'un patrimoine privé peu rentable, elle envisage de construire des crèches et des écoles¹⁸²....

Cette situation par laquelle un grand nombre d'acteurs profitent de la flambée immobilière, à

¹⁸¹ Au Japon, la rémunération de l'expert immobilier agréé (*fudôsan kanteishi*) est indexée sur la valeur expertisée du bien.

¹⁸² *Le Monde*, 11 janvier 2005, p.12.

commencer par les pouvoirs publics, explique le caractère profondément dissymétrique de la perception relative aux cycles immobiliers : alors que l'on se réjouit généralement d'une baisse du prix de l'énergie, des matières premières, des denrées agricoles ou même des salaires, toute dévalorisation du prix du logement est interprétée comme un signe de mauvaise santé économique (Aurejac, 2004). Pourtant, le logement constitue un secteur-clé des économies industrialisées ; une baisse des valeurs immobilières devrait donc contribuer, en stimulant l'activité du secteur résidentiel, à soutenir la croissance économique. Il y a en outre tout lieu de se réjouir que les catégories modestes de la population puissent bénéficier de conditions décentes de logement, ce qui, en passant, a pour vertu d'alléger la dépense publique.

II-2. Le resserrement de la réglementation.

Contrairement à l'intervention monétaire, l'action sur la réglementation n'a aucun mal à trouver sa justification, surtout quand la hausse des valeurs immobilières exacerbe les tensions sur le marché du logement et aggrave la fragmentation de l'espace au sein des agglomérations. Le champ des réformes couvre alors deux grands domaines : celui des règles d'urbanisme et de construction d'une part et celui de la fiscalité d'autre part, sans pour autant que les deux champs d'action soient toujours bien articulés.

La réforme des règles d'urbanisme et de construction

Le relâchement de la réglementation dans le champ de l'urbanisme a contribué à l'émergence des mécanismes spéculatifs dans les années 1980 et 1990. Il a été justifié, un peu partout, par la nécessité d'adapter très rapidement l'offre de services urbains (bureaux, logements, infrastructures de transports notamment) aux nouvelles exigences de la mondialisation. Deux facteurs, en particulier, ont joué un rôle aggravant dans la formation des « bulles » et autres phénomènes spéculatifs : la « volatilité » accrue des plans d'occupation des sols et la multiplication de périmètres dérogatoires à la réglementation générale de l'urbanisme.

L'allègement des procédures de révision des plans d'occupation des sols a encouragé les anticipations spéculatives et orienté l'investissement foncier vers des zones inconstructibles, où les prix étaient jusque-là demeurés très stables. Le rôle de « coupe-feu » du zonage n'a donc plus fonctionné. En Région Parisienne, le prix des terres agricoles bien situées a ainsi été multiplié par 10 (de 10 à 100 F au mètre carré) entre 1986 et 1989, sous l'effet des anticipations sur leur future constructibilité (Comby, Renard, 1996, p.15). La Corée du Sud est en train de connaître un phénomène du même type, à plus grande échelle, dans les « zones semi-agricoles » introduites en 1990. Ce mouvement est-il réversible ? Il est bien souvent difficile de faire machine arrière. Les investisseurs qui ont payé la « prime de constructibilité future » dans les zones inconstructibles ne sont pas prêts à accepter un blocage durable de la réglementation ; ils exercent, en conséquence, une forte pression en faveur des reclassements de zone. Mais là n'est pas la seule raison. Avec le durcissement du droit de propriété et la disqualification de l'action publique, le retour à des principes plus stricts de zonage, là où ils ont été fortement libéralisés, est politiquement très sensible. Tout au plus peut-on agir sur les modalités de révision future des plans d'occupation des sols, en rendant ceux-ci moins flexibles. C'est pourquoi les épisodes spéculatifs des années 1980 et 1990 n'ont pas été suivis de réformes marquantes dans ce domaine.

Il semble difficile, également, de revenir sur le second facteur aggravant, à savoir la multiplication de périmètres opérationnels au sein desquels les règles se négocient. D'abord

parce que le rythme accéléré des temporalités urbaines doit coller de plus près aux exigences d'une économie mondialisée, ce qui contraint à une gestion plus fragmentée de l'espace urbain. Ensuite parce que la dégradation des ressources publiques oblige à mobiliser des capitaux privés, avec pour contrepartie une plus grande ouverture vers la concertation. Celle-ci est encore renforcée par le recentrage de l'aménagement sur les espaces centraux bâtis, conformément aux politiques de renouvellement urbain actuellement en vigueur.

Nous avons évoqué, à de multiples reprises, les effets dévastateurs sur les marchés fonciers, du relèvement brutal des coefficients d'occupation des sols dans les périmètres d'urbanisme opérationnels. Pourtant, les politiques antispéculatives ne se sont pas efforcées d'assurer un contrôle plus strict des modalités et des effets de ces décisions d'urbanisme. On note toutefois une tendance à réintroduire une surveillance plus globale à l'échelle de l'agglomération. C'est dans ce sens que l'on peut interpréter la réintroduction des ZAC dans les plans d'urbanisme en France, par la loi SRU¹⁸³.

Une variété d'instruments fiscaux

Au sein des dispositifs réglementaires ayant trait au foncier, la fiscalité occupe une place très particulière. Plusieurs raisons y concourent : l'ancienneté de l'impôt foncier (remontant, dans les textes, au troisième millénaire avant JC¹⁸⁴), sa légitimité à socialiser une partie de la richesse et la prégnance des idées de Stuart Mill et d'Henri George, faisant de l'instrument fiscal une panacée. Aussi, c'est dans ce domaine que les réformes sont les plus nombreuses et les plus innovantes.

Lors d'une flambée foncière, le premier réflexe consiste le plus souvent à alourdir la taxation des patrimoines immobiliers. Cela permet de prélever une plus grande partie de l'enrichissement foncier tout en pénalisant la rétention spéculative des sols. Deux options se présentent : augmenter les taux d'imposition ou relever les bases fiscales. La seconde solution obtient généralement la préférence, car elle offre l'occasion de « toiletter » des bases d'imposition devenues obsolètes (cas, entre autres, de la Grande-Bretagne, de la Corée du Sud et du Japon dans les années 1980 et 1990). La révision des bases présente l'avantage de corriger les inégalités entre contribuables et d'harmoniser l'assiette de l'impôt foncier avec celle d'autres taxes afférentes aux sols, comme les droits de mutation ou de succession. La tendance générale qui se dessine est la convergence des bases de l'impôt foncier, très largement sous-estimées dans un grand nombre de pays, vers les valeurs vénales (valeurs de marché) des terrains. Ce mouvement ne va cependant pas de soi, car il est politiquement très risqué d'entreprendre des modifications substantielles de l'imposition sur la propriété foncière. La preuve en est que nous n'avons toujours pas révisé, en France, les bases des taxes sur le foncier non bâti et sur le foncier bâti, remontant respectivement à 1963 pour la première et à 1970 pour la seconde. Pourtant, la criante inégalité fiscale qu'elles engendrent n'est plus à démontrer. On sait bien à quel point elles pénalisent tout particulièrement les occupants de logements HLM¹⁸⁵. L'administration fiscale a pourtant bien réévalué les bases de 90 millions

¹⁸³ La Loi de Solidarité Renouvellement Urbain conserve les Zones d'Aménagement Concertées, mais intègre les règles d'urbanisme dans les Plans Locaux d'Urbanisme.

¹⁸⁴ L'impôt foncier existait déjà dans l'Égypte ancienne, en 3500-2200 avant JC. Il consistait en un prélèvement sur les récoltes (Comby, Renard, 1985)

¹⁸⁵ Les bases de la taxe sur le foncier bâti, utilisées également pour le calcul de la taxe d'habitation, sont particulièrement élevées dans les grands ensembles d'habitat social, car les critères de confort déterminés dans les années 1970 y sont au maximum : proximité d'espaces verts, d'équipements collectifs, modernité des constructions... Selon une enquête menée par l'auteur à Toulouse en 1993,

parcelles en 1991, mais la réforme n'a jamais été mise en œuvre, en dépit du coût élevé de cette opération pour le contribuable (2 milliards de francs, soit plus de 300 millions d'euros¹⁸⁶).

L'augmentation de la pression fiscale sur la détention de biens immobiliers ne va cependant pas de soi. Bien des propriétaires, particuliers ou entreprises, situés dans des zones de forte valorisation foncière ne sont pas en mesure d'acquitter un lourd impôt sur la propriété. Il faut alors prévoir de multiples exemptions, qui finissent par neutraliser les effets de la réforme fiscale. L'expérience du Japon est sur ce point très éclairante. Une nouvelle taxe annuelle d'Etat sur la propriété, de 0,3% sur la valeur vénale¹⁸⁷, a été instituée en 1991 – en sus de l'impôt foncier perçu par les collectivités locales –, de façon à alourdir la détention abusive de parcelles. Cette mesure ciblait essentiellement les entreprises, accusées d'avoir acquis massivement des terrains sans perspectives d'aménagement. On a d'abord exempté les petites entreprises, puis les plus grosses, jusqu'à « déshabiller » totalement la réforme (Aveline, 2000¹⁸⁸).

Par ailleurs, il peut être difficile de faire accepter une augmentation significative de l'impôt foncier à des fins purement anti-spéculatives. Cet impôt, généralement levé par les collectivités locales, tend à être en effet considéré, conformément à la tradition anglo-saxonne, comme une contribution du citoyen aux services publics locaux. Un renforcement de la ponction fiscale est donc malaisé à justifier quand la qualité de ces services n'a pas fait l'objet d'une amélioration significative.

Dernier problème enfin : la convergence des bases avec les valeurs de marché n'offre pas une garantie absolue d'équité fiscale. Les habitants de la communauté urbaine de Montréal (CUM¹⁸⁹) en ont fait l'expérience au cours des années 1985-1995, à l'occasion d'un épisode de flambée foncière. La montée en flèche des prix immobiliers en 1985 s'est traduite, trois ans plus tard, par une augmentation spectaculaire de l'imposition foncière, la réévaluation des bases étant intervenue dans l'intervalle¹⁹⁰. Le rôle d'imposition de 1988 a été vivement attaqué : 16 800 recours en contentieux ont été enregistrés auprès de l'administration fiscale (plus du double des plaintes sur toute la décennie 1980) et certaines communes sont allées

le taux effectif d'imposition (montant des taxes sur le foncier bâti et taxe d'habitation rapporté à la valeur vénale des appartements) d'un appartement de cinq pièces dépassait les 5% dans le grand ensemble d'HLM de Bellefontaine, alors qu'il était inférieur à 1% dans le quartier très prisé des Demoiselles.

¹⁸⁶ Il faut toutefois préciser que la révision des bases d'imposition n'a pas été initiée pour lutter contre la spéculation, mais davantage pour rétablir l'équité entre les contribuables (propriétaires et locataires). Certaines simulations du ministère des Finances ont montré que les bases d'imposition pour les logements privés augmenteraient en moyenne de 78%, ce qui explique qu'aucun gouvernement, fut-il de droite ou de gauche, n'a jamais eu le courage de mettre en œuvre la réforme.

¹⁸⁷ Le taux avait été initialement fixé à 1%.

¹⁸⁸ Les recettes de cet impôt sont passées de 605,3 milliards de yens à un milliard de 1993 à 2001.

¹⁸⁹ Aire regroupant 29 municipalités, dont la ville-centre de Montréal. Cette structure intercommunale est dotée d'un service d'évaluation fiscale chargé d'estimer, pour le compte des municipalités membres, les valeurs servant de base à quatre impôts, dont la taxe sur la propriété frappant les terrains et les constructions. La loi sur la fiscalité municipale prescrit l'équité du rôle d'évaluation, la conformité des bases fiscales à la valeur vénale des patrimoines ainsi que leur réévaluation triennale.

¹⁹⁰ Au Canada, les bases de l'impôt foncier sont réévaluées tous les trois ans pour prendre en compte les évolutions du marché. Elles sont expertisées avec des techniques très sophistiquées par des évaluateurs agréés, dont la formation est considérée comme la plus exigeante du monde.

jusqu'à refuser de verser leur contribution à la communauté urbaine¹⁹¹. Le contentieux a atteint son comble en 1992, avec 41 000 recours, la réévaluation des bases ayant tenu compte des valeurs paroxystiques de 1990, alors que le marché immobilier s'était déjà retourné. Beaucoup de propriétaires ayant porté plainte contre la CUM ont obtenu une révision en baisse de la base d'imposition. Le rôle d'imposition de 1995 a été beaucoup moins controversé que le précédent, car les valeurs avaient sensiblement baissé. Mais un nouveau problème a surgi : la chute brutale des prix dans le secteur non-résidentiel (bureaux, activités), en entraînant une baisse des recettes fiscales, a fait porter la pression fiscale sur les ménages – et tout particulièrement sur les plus modestes –, le secteur résidentiel de haut de gamme ayant accusé lui aussi une chute des prix (Aveline, Crouzet, 1996). On voit donc que même dans le pays où le principe d'équité fiscale est le plus affirmé et où les moyens les plus sophistiqués du monde sont mis en œuvre pour l'atteindre, il peut être battu en brèche par un cycle immobilier de grande amplitude.

Pour décourager la rétention spéculative des sols, une autre mesure couramment utilisée consiste à instaurer (ou renforcer) une taxe sur les terrains non bâtis. Un tel outil peut avoir une grande utilité, à condition qu'il ne soit pas assorti d'un trop grand nombre d'exemptions. Le Japon, La Corée du Sud et Taiwan l'ont utilisée à plusieurs reprises comme instrument anti-spéculatif, mais leur expérience montre que la taxe intervient souvent trop tard. Elle est ensuite allégée, puis supprimée, avant d'être réintroduite à la fin du cycle foncier suivant.

Renforcer l'imposition des plus-values immobilières à court terme (moins de deux ans par exemple) est aussi un moyen courant pour empêcher la revente de biens dans une perspective purement spéculative. Toutefois, pour qu'une telle taxe soit efficace, il faut également l'appliquer aux propriétaires-occupants, car ceux-ci s'avèrent être parfois de redoutables spéculateurs ; en outre, ils ne sont pas soumis, comme les marchands de biens, à des risques financiers et des obligations de garantie¹⁹².

Dans un même ordre d'idée, on peut chercher à imposer la plus-value avant la revente du bien pour décourager toute spéculation. Des dispositifs de cette nature ont été introduits dans l'après-guerre en Grande-Bretagne et à Taiwan, puis plus récemment en Corée du Sud.

C'est la Grande-Bretagne qui, la première, a instauré en 1947 le principe d'une imposition des plus-values foncières, inspirée des thèses de Stuart Mill. En l'absence d'une planification d'urbanisme opposable au tiers et garantissant la constructibilité des sols, seule l'autorisation de construire sous la forme d'un permis d'urbaniser (*planning permission*) pouvait être générateur de plus-values. La loi foncière de 1947 a donc instauré une taxation de 100% de la plus-value constatée (*development charge*), lors de la délivrance du permis, prélevée auprès du bénéficiaire (particulier ou promoteur). Les propriétaires fonciers étaient quant à eux indemnisés une fois pour toutes par l'Etat pour la perte de leur droit à construire, en fonction d'une « valeur de constructibilité » fixée au premier janvier 1939. Le gouvernement espérait de la sorte s'accaparer la « rente d'urbanisation ». Le résultat fut inverse de celui escompté : les valeurs immobilières connurent une hausse en raison de la pénurie de terrains – les propriétaires fonciers étant réticents à vendre – et de l'imputation de la nouvelle taxe par les promoteurs sur les prix de vente (Renard, 1988). Le dispositif fut donc abrogé en 1953, puis remplacé par des taxes ordinaires sur les plus-values (*betterment levy* de 1947, *development gains tax* en 1973, puis *community land act* de 1975), avec des prélèvements fiscaux

¹⁹¹ Ce fut le cas de Westmont, municipalité accueillant la fine fleur de l'élite montréalaise.

¹⁹² En France, les marchands de biens sont soumis à la garantie décennale en cas de travaux de rénovation.

inférieurs à ceux de la *development charge*¹⁹³.

Le dispositif de récupération des plus-values foncières institué à Taiwan, également dans l'après-guerre, présente des caractéristiques particulières, liées à l'histoire coloniale de ce territoire insulaire. En investissant Taiwan après la victoire du Parti Communiste Chinois sur le continent, le gouvernement nationaliste chinois a placé le concept « d'égalisation du droit du sol » (*Equalization Of Land Rights*, plus communément dénommé EORL) au cœur de sa politique d'aménagement du territoire. Ce concept, encore inscrit dans la Constitution de 1948 (article 142¹⁹⁴), était issu des principes énoncés par Sun Yat Sen, lui-même très fortement influencé par les idées d'Henry George. Son principe était de considérer que la valeur d'origine du terrain appartient au propriétaire, mais que toute prise de valeur indépendante des investissements des propriétaires fonciers devait appartenir à l'Etat. En conséquence, le dispositif d'EORL prévoyait de taxer la propriété foncière avec un import à taux progressif, en fonction de l'importance de la part « en excès » dans la valeur du terrain (celle-ci étant mesurée par rapport à une valeur de départ¹⁹⁵). Il était complété par une seconde taxe, la « Land Value Increment tax », s'appliquant aux plus-values générées par la revente des terrains (taux de 40% à 60% selon l'importance de l'écart entre la valeur d'achat et la valeur de revente¹⁹⁶). Lancé en 1956, de façon restreinte, dans certaines zones urbaines, ce système a entraîné une flambée spéculative dans les régions sub-urbaines non couvertes par la nouvelle réglementation. Celle-ci a donc été progressivement étendue, jusqu'à toucher l'ensemble des terrains en 1977. L'Etat devait en principe procéder à une réévaluation des bases d'imposition tous les trois ans. Or, à partir des années 1980, la réévaluation fut mise en échec par l'explosion des valeurs foncières : 500% de hausse à Taipei et 460% à Kaohsiung de 1978 à 1986. Après deux tentatives avortées en 1981 et en 1984, il fut procédé à une réévaluation des bases en 1987, mais la ponction fiscale était devenue extravagante, si bien que les propriétaires refusèrent d'acquitter l'impôt. C'est pourquoi la taxation repose encore sur les bases de 1978. Il n'est pas facile d'évaluer l'efficacité du dispositif d'EORL. Les auteurs taiwanais en ont une perception ambivalente : l'idée est considérée comme ingénieuse, mais incapable, en pratique, d'empêcher les mécanismes spéculatifs (Lin, 1997, Hua, 2000). Ce que l'on peut constater, en tout état de cause, c'est qu'en dépit de ce volontarisme antispéculatif, les marchés fonciers taiwanais figurent aujourd'hui aux premiers rangs dans le palmarès mondial des prix.

L'expérience plus récente de la Corée du sud confirme les difficultés à mettre en place une taxation des plus-values non réalisées. À la fin des années 1980, le gouvernement sud-coréen

¹⁹³ Seule la *Development Land Tax* instituée par le parti travailliste de 1976 à 1979 atteignait 80% de la plus-value (calculée à la revente). Le parti conservateur l'a conservée jusqu'en 1985, après en avoir fait passer le taux à 60%.

¹⁹⁴ L'article 142 de la constitution de 1948 stipule que les terrains de la République Populaire de Chine appartiennent à l'ensemble des citoyens; que la propriété privée du sol acquise par ce biais doit être protégée et restreinte ; que les terrains privés sont assujettis à un impôt basé sur les valeurs foncières ; que le gouvernement peut acquérir par expropriation des terrains à la même valeur et que, si la valorisation du sol n'est pas imputable à l'investissement réalisé par les propriétaires, le gouvernement percevra une taxe sur la plus-value, qui bénéficiera à l'ensemble des citoyens (Lin, R., 1993, p.385-386).

¹⁹⁵ Le principe fonctionne de la manière suivante : si la valeur du terrain est inférieure à la PSV (Progressive Starting Value), le taux s'établit à 1% de la valeur vénale déclarée par le propriétaire. Si la valeur dépasse 500% du PSV, il est de 1,5%, de 1000% de 2,5%, etc, jusqu'à 2500% où le taux atteint 5,5%.

¹⁹⁶ A partir de 1977, les taux sont les suivants : 40% sur la part de la plus-value jusqu'à hauteur de 100% du prix d'achat, 50% sur la part entre 100 et 200% et 60% sur la fraction en supplément.

a adopté un dispositif antispéculatif pour enrayer la flambée foncière à Séoul. Au sein de ce dispositif nommé « Concept Public du Foncier » (*Gong Kae Nyum*), trois mesures fiscales visaient plus spécifiquement la rétention spéculative des sols : la réforme de l'impôt foncier, pour harmoniser les bases et les rapprocher des valeurs de marché ; le plafonnement des patrimoines résidentiels à 200 *pyong* (660 mètres carrés de terrains) pour les ménages urbains¹⁹⁷ et une taxe sur « les plus-values excessives », inspirée des dispositifs taiwanais et britannique (Kim, 1993).

Il va sans dire que le *Gong Kae Nyum* n'a pas été adopté sans de houleux débats au sein du Parlement sud-coréen. On y a même évoqué la « violation du droit de propriété » (Son, 2004). La taxe sur les plus-values « excessives » a tout particulièrement attiré l'attention – pour ne pas dire l'admiration – chez le voisin nippon. Cette taxe frappait les parcelles non bâties (supposées détenues dans un but spéculatif) ou destinées à des usages non commerciaux. Elle devait être prélevée tous les trois ans sur les « profits excessifs » calculés par l'administration (différence entre le taux d'accroissement de la valeur du terrain et le taux moyen national au cours des trois années), à un taux de 50%. Dans les zones soumises à de fortes hausses de valeurs foncières – supérieures de 50% à la moyenne nationale –, la taxe devait être prélevée annuellement. Ce nouvel outil fiscal a été introduit en 1991 auprès de 27 441 contribuables. 92% de ces revenus provenaient de Séoul et de sa proche région (Lee, 1993).

Les propriétaires opposèrent une très forte résistance à la levée de l'impôt. Plusieurs raisons l'expliquent : tout d'abord, la taxe étant assise sur des gains non réalisés, les contribuables n'avaient pas toujours les moyens de l'acquitter ; ensuite, la définition des « terrains non bâtis » ou « destinés à des activités non-commerciales » n'était pas toujours aisée. Et pour finir, les propriétaires se sentaient en droit d'exiger une remise d'impôt en cas de baisse des valeurs foncières (Kim, 1993). Le gouvernement a néanmoins tenu bon. Les recours aux tribunaux n'ayant pas eu les effets escomptés, les taxes ont été dûment collectées. Les propriétaires sont toutefois habilement parvenus à contourner l'impôt en procédant à des constructions inutiles pour éviter la classification en « terrain non bâti». Cela a entraîné une réduction drastique des réserves de terrains pour l'urbanisation future dans les périphéries urbaines (Kim, 1993). Selon Lee, la taxe a contribué, tout comme en Grande-Bretagne, à aggraver la pénurie de terrains à bâtir (Lee, 1993). Aussi a-t-elle été supprimée en 1999.

Vu d'Europe, le « Concept public du foncier » apparaît singulièrement désuet. Il n'est pas sans rappeler, en effet, les grands principes ayant présidé aux réformes des années 1970 en France (loi Galley de 1976) et en Grande-Bretagne. Mais un tel volontarisme ne peut se comprendre sans évoquer le contexte de la Corée des années 1990 : ce pays sortait à peine d'un régime dictatorial et la filière publique de production du logement, créée pour satisfaire une demande d'urgence (réfugiés de Corée du Nord), était encore dominante. Aujourd'hui, il serait politiquement très risqué, dans un régime démocratique, de lancer une politique foncière anti-spéculative reposant sur l'imposition de gains non réalisés. Car non seulement l'Etat n'a plus la légitimité de fixer des normes de prix pour évaluer les plus-values, mais de tels dispositifs posent de redoutables problèmes d'équité fiscale et provoquent de sévères distorsions sur les marchés fonciers.

Au-delà des questions techniques et politiques soulevées par ces instruments fiscaux, ce qui

¹⁹⁷ Une enquête de 1989 avait révélé que 65,2% des patrimoines fonciers du pays étaient détenus par 5% des ménages. La loi s'applique pour les terrains résidentiels situés dans des périmètres d'urbanisation. La fraction excédentaire à 200 *pyongs* est assujettie à une lourde taxe prélevée annuellement, le taux s'établissant entre 6% et 11% de la valeur vénale.

est en cause, c'est le paradigme qui les fonde, c'est-à-dire la théorie de la rente foncière. L'idée selon laquelle il serait possible de séparer le bon grain de l'ivraie est erronée : la puissance publique ne peut espérer capturer, dans une économie de marché, la rente perçue par le propriétaire. L'exemple des trois taxes présentées ici montre bien que si l'idée est séduisante, elle est inapplicable en pratique.

II-3. L'intervention sur les marchés fonciers

La puissance publique peut souhaiter agir plus directement sur les marchés fonciers de façon à garantir une offre suffisante de terrains bon marché, notamment pour la construction de logements sociaux. Pour cela, elle peut choisir d'exercer un strict contrôle des transactions ou bien intervenir elle-même sur les marchés en tant qu'aménageur foncier.

Contrôle des transactions

Parmi les diverses modalités de contrôle sur les transactions, on peut distinguer celles qui agissent directement sur les prix de vente des terrains et celles exerçant un effet plus indirect, par le biais de prix de référence.

Le Japon a expérimenté une procédure de contrôle du premier type lors du dernier épisode spéculatif. Le projet de brider les prix fonciers remonte à 1974, au terme de la grande flambée foncière des années 1971-1973. Contraint de prendre des mesures antispéculatives, le gouvernement avait alors introduit une procédure de contrôle des transactions foncières, touchant des parcelles de plus de 2000 mètres carrés, inscrites dans des « zones de surveillance ». Cette procédure impose aux vendeurs de terrains de faire une déclaration d'intention d'aliéner (DIA) auprès de la municipalité ; celle-ci confronte le prix indiqué dans la DIA aux valeurs foncières officielles (*kôji chika*) dont elle dispose. Si le prix déclaré n'excède pas de 25% le prix officiel, l'autorisation de vente est accordée¹⁹⁸. Dans le cas contraire, l'arbitrage d'un expert agréé (et non, soit dit en passant, d'un agent de l'administration comme dans le cas des Domaines en France) est requis. En général, l'estimation de l'expert aboutit à un « prix conseillé », supérieur à celui des services municipaux quand les prix sont en hausse, car elle se réfère aux valeurs vénales plutôt qu'aux prix officiels, lesquels sont sous-évalués par rapport au marché. Particularité du système : le cédant n'est pas légalement tenu de respecter la recommandation de l'expert. Mais s'il maintient son prix, il prend le risque que son nom soit publié dans les médias (presse, télévision). Une telle mise au pilori est fatale pour un professionnel de l'immobilier – sa licence n'étant pas renouvelée¹⁹⁹ – et presque impossible à assumer pour un citoyen japonais.

Ce dispositif fut toutefois instauré trop tard, au moment où les marchés immobiliers se retournaient. Il fut donc mis en sommeil pendant toute la décennie 1975-1985. Puis il se réactiva avec l'apparition d'une nouvelle phase haussière de cycle. En 1985, l'écrasante majorité des parcelles (98%) passait encore toutefois au travers des mailles du filet, soit parce que les terrains étaient d'une taille inférieure à 2000 mètres carrés, soit par ce qu'ils n'étaient pas inscrits dans des « zones de surveillance ». La surface des parcelles soumises au contrôle fut donc progressivement abaissée et le champ géographique d'action du dispositif élargi. Mais ce n'est qu'en 1991, soit au moment même où les marchés se retournaient, que le

¹⁹⁸ On trouve une description détaillée de cette procédure, ainsi qu'un bilan sur son efficacité, dans notre ouvrage (1995), *La Bulle foncière au Japon*, p.86-90.

¹⁹⁹ Déjà au stade des « recommandations » de la commission, le contrôle est préjudiciable pour la poursuite de l'activité d'un agent immobilier.

contrôle put s'exercer de façon optimale. Il touchait alors 15% des transactions au niveau national, 30% dans l'agglomération d'Osaka et 37% dans la région capitale. Son intervention trop tardive est confirmée par l'évolution du « taux de correction » (proportion des transactions contrôlées dont le prix a été révisé en baisse par les commissions), passé du simple au triple entre 1987 et 1990 (de 12,7 à 39,1%).

Tableau 8. Contrôle et révision en baisse du montant des transactions au niveau national de 1981 à 1990 (en milliers de transactions)

| | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Total des transactions | 2 510 | 2 410 | 2 260 | 2 220 | 2 130 | 2 150 | 2 270 | 2 130 | 2 260 | 2 210 |
| Transactions contrôlées | 39 | 40 | 3 8 | 39 | 39 | 44 | 67 | 165 | 226 | 300 |
| Taux de contrôle (%) | 1,6 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 1,8 | 2 | 2,9 | 7,7 | 10 | 13,6 |
| Taux de correction (%) | 10,3 | 10,5 | 8,5 | 8,8 | 9,0 | 9,0 | 12,7 | 21,8 | 26,2 | 39,1 |

Note : le taux de contrôle correspond au pourcentage des transactions ayant fait l'objet d'un contrôle par la commission préfectorale. Le taux de correction est le pourcentage de baisse du prix de vente imposé par la commission.

Source : Natacha Aveline (1995).

Malgré la lenteur de sa mise en oeuvre, ce système a permis d'éviter de trop forts dérapages lors du paroxysme de la flambée foncière, en 1988-1990. Nous avons pu analyser un échantillon de 131 dossiers couvrant la période 1987-1989 dans l'agglomération de Tôkyô. D'après nos observations, la commission de contrôle a été en mesure de freiner les débordements excessifs (prix décotés de 20% à 40% dans plus de la moitié des cas), en particulier dans la grande banlieue ouest de Tôkyô où le bas niveau relatif des prix et l'impact du *kaikae tokurei* autorisaient les plus folles estimations de la part des cédants. On peut citer le cas, par exemple, d'une DIA en 1989 à Hachiôji (ville de banlieue située à 30 km à l'ouest du centre, à 40 minutes en métro de Shinjuku) dont le prix déclaré, de 4,8 millions de yens au mètre carré (soit 35 450 €/m² au taux de change actuel) a été minoré de 71% par la commission de contrôle ! (Aveline, 1995, p. 90). Sans surprise, la procédure a été supprimée en 1994, pour ne pas aggraver la crise immobilière....

On notera qu'un système du même type, inspiré de l'expérience japonaise, a été introduit en Corée du sud dans les années 1990. Plus étendu que son équivalent nippon, il s'est avéré bien moins efficace, générant de substantiels dessous de table, qui échappaient au contrôle de l'administration (Kim, 1993). En définitive, la relative efficacité du contrôle des transactions au Japon tient surtout à l'ampleur du mécanisme spéculatif atteint dans ce pays à la fin des années 1980. On voit mal, en effet, comment un acheteur aurait pu verser l'équivalent de plusieurs centaines de milliers d'euros sous la table en toute discrétion....

Le second type de contrôle, s'exerçant au moyen de prix de référence, prend la forme du droit de préemption urbain en France. Le DPU n'a jamais eu pour objectif principal de réguler les prix, comme nous l'avons déjà souligné en I/III-1. Son intention première était d'offrir aux collectivités locales des opportunités pour acquérir en priorité des parcelles mises en vente sur leur territoire. Néanmoins, le DPU est souvent utilisé par les communes comme instrument anti-spéculatif, en dehors de toute volonté d'acquisition. En effet, même quand elles n'exercent pas leur droit d'acheter, les communes peuvent influencer sur les prix à deux niveaux: d'abord, en faisant une contre-proposition au cédant, à une valeur inférieure au prix indiqué

sur la DIA. Si le cédant maintient son prix, la commune peut intervenir à un second niveau : la saisine du juge foncier pour la fixation d'un nouveau prix. Or, le juge s'appuie sur l'évaluation du service des Domaines, lesquels utilisent des valeurs de référence remontant plusieurs années en arrière. La valeur expertisée se trouve donc le plus souvent inférieure à celle indiquée sur le DIA. Au terme de cette procédure, la commune a le loisir de se désister, alors que le cédant est contraint de vendre, pendant cinq ans, au prix fixé judiciairement. La menace d'une contre-offre à prix minoré par le préempteur conduit de fait les propriétaires à modérer leur prix dès l'origine. Dans ce cas, le prix indiqué sur la DIA peut faire l'objet d'une négociation occulte entre le cédant et le préempteur. Il arrive même que des communes gratifient les cédants de conseils pratiques pour qu'ils échappent au droit de préemption. Ce fut le cas notamment en Région parisienne, où des communes de banlieue, désireuses de maintenir des prix de référence minorés dans certains quartiers – pour y intervenir ultérieurement comme aménageur –, auraient incité les cédants à verser des dessous de table ou à déclarer des ventes fictives de meubles (Godfrin, 1995). Pour éviter de tels abus, le Conseil d'Etat préconise qu'en cas de désistement du promoteur après fixation judiciaire du prix, le cédant puisse aliéner son bien au prix déclaré dans la DIA et non plus au prix établi par le juge (Conseil d'Etat, 1992).

L'expérience française du DPU, comme les expériences japonaise et sud-coréenne de contrôle des prix, montre que si ces dispositifs parviennent à minorer les valeurs vénales de référence (officielles ou déclarées), ils échouent à brider la hausse réelle des prix sur le marché. L'écart entre valeurs de référence et valeurs vénales devient alors source de négociations occultes et de corruption. En outre, le contrôle des transactions entrave la fluidité des marchés et fait encourir le risque d'une pénurie foncière.

La puissance publique aménageur

L'intervention directe de la collectivité publique comme aménageur a fourni des résultats autrement plus concluants. La plupart des pays industrialisés – à l'exception notable du Japon – ont mis en place, dans l'après-guerre, des filières publiques d'aménagement, pour reconstruire des zones sinistrées et satisfaire les besoins massifs en logements. L'usage du droit d'expropriation, le contrôle strict du zonage et, dans certains pays, la prédominance des opérateurs publics, ont été conjugués pour offrir les meilleures conditions d'une maîtrise foncière à coût modéré.

On sait que ces filières publiques ont, depuis, largement perdu de leur importance. Plusieurs raisons y ont concouru, notamment le coût énorme pour l'Etat et la lourdeur d'un fonctionnement relevant d'une l'économie administrée, face aux exigences de flexibilité imposées par la globalisation financière. À cela s'est ajouté, dans le cas de l'Europe de l'Ouest, l'effet du nivellement par le bas des politiques publiques d'aides au logement sous l'action de l'intégration communautaire (Dubach-Aveline, Cuisset 1989).

Plusieurs pays industrialisés ont néanmoins conservé la maîtrise publique des sols sur tout ou partie de leur territoire. C'est le cas notamment en Asie (Corée du Sud, Singapour, Hong Kong) et en Europe septentrionale (Allemagne, Pays-Bas, Danemark et pays scandinaves).

Les Pays-Bas sont dotés d'une filière publique particulièrement exemplaire, qui a accompli l'exploit d'avoir maintenu longtemps les valeurs foncières à un niveau parmi les plus bas d'Europe, alors que les densités humaines y sont les plus élevées : 350 habitants au kilomètre carré en moyenne nationale, un niveau équivalent à celui du Japon. Dans ce pays aux terres

inondables, les nécessités du drainage ont imposé très tôt la maîtrise publique des sols. Les municipalités sont ainsi devenues les principaux aménageurs du pays. Jusqu'au début des années 1980, elles détenaient un quasi-monopole et un quasi-monopsone²⁰⁰ sur les marchés fonciers (Dubach-Aveline, Renard, 1990). Leurs puissantes agences foncières (*Grundbedrijf*), véritables entreprises dotées d'une autonomie financière, pourvoyaient en 1982 à près de 80% de l'offre de terrains constructibles dans le pays. Grâce à cette exceptionnelle maîtrise des sols, les Pays-bas ont pu se doter d'un parc de logements sociaux confortables et de bonne qualité, bien situés au cœur des grandes villes. Une situation qui contraste avec celle de Hong Kong, où des logements sociaux de 30 mètres carrés hébergent des familles de quatre personnes et plus encore à Singapour, où le gouvernement se réserve le droit de révoquer, à tout moment, le locataire ou le propriétaire d'un grand ensemble public qui aurait failli aux « règles de citoyenneté ».

Les pays du nord de l'Europe sont néanmoins exposés, eux aussi, à l'inéluctable déclin de la maîtrise foncière publique. Plusieurs municipalités néerlandaises et suédoises ont dû déposer leur bilan et être absorbées par d'autres ou mises sous tutelle, dans l'incapacité de faire face au coût croissant de financement et d'entretien de leurs patrimoines résidentiels. La crise bancaire dans le secteur de la construction neuve, en Suède, a précipité dans la faillite plusieurs dizaines de constructeurs sociaux. Par ailleurs, dans ces pays se développe, comme en Asie, une forte demande de logements haut de gamme, que le secteur privé est mieux armé pour satisfaire.

Dans une économie immobilière dominée par un marché fortement exposé à des mécanismes spéculatifs, il devient très difficile de garantir l'accès à des ressources foncières au coût modéré. Pourtant, cette condition est indispensable pour poursuivre la construction de logements sociaux.

En France, l'Etat et les collectivités locales accordent aux organismes d'HLM des subventions au titre de la « surcharge foncière²⁰¹ », afin de garantir l'équilibre financier des opérations locatives sociales dans les zones où le marché est tendu. Ce mécanisme est utile pour débloquer les opérations, mais il entraîne, au bout du compte, la capitalisation d'une partie de la subvention dans le prix du sol.

D'autres moyens sont mis en œuvre, comme les péréquations foncières au sein d'un même périmètre d'aménagement. Le procédé consiste à faire porter par la promotion privée une partie de la « surcharge foncière » pour le logement locatif social, en cédant les droits à construire à des prix plus élevés pour les bureaux ou les logements en accession à la propriété. On a beaucoup utilisé ces « subventions croisées » dans les ZAC d'Ile de France, lorsque le prix du sol flambait au cours des années 1985-1990. Les droits à bâtir étaient cédés à hauteur de 600F/m² de SHON pour des logements PLA, 900F/m² pour accession aidée et 1 100 F/m² pour de l'accession non aidée (ADEF, 1994). Toutefois, les choses se compliquent quand les marchés viennent à se retourner. Dans les ZAC d'Ile-de-France, l'équilibre des opérations a été mis en péril, au début des années 1990, par l'annulation des programmes de bureaux. On croyait que cela menacerait la programmation de logements locatifs sociaux dans ces périmètres. Or, c'est tout le contraire qui s'est produit : non seulement les logements PLA n'ont pas été déprogrammés, mais ils ont remplacé les bureaux manquants, sauvant ainsi la

²⁰⁰ Elles détenaient le monopole de l'offre et de la demande (monopsone) de terrains.

²⁰¹ Subventionnement, pour les acquisitions foncières, de tout ou partie de la différence entre la valeur de marché et la charge foncière de référence pour le logement social, qui diffère d'une zone géographique à l'autre.

mise aux aménageurs. En effet, le mécanisme de subventionnement au titre de la surcharge foncière a permis de supporter l'acquisition de droits à bâtir plus élevés, pour les logements PLA, que pour les logements en accession à la propriété²⁰². Bien évidemment, une situation aberrante de ce type, par laquelle le logement locatif social vient corriger les disfonctionnements du marché au frais du contribuable, n'a fait que discréditer davantage le dispositif de subventionnement foncier.

Depuis 1991, année d'adoption de la loi d'orientation pour la Ville (LOV), la politique foncière en France met l'accent sur la mobilisation du foncier par le volontarisme des pouvoirs locaux. La loi SRU impose à toutes les municipalités de plus de 1500 habitants en Ile de France, et plus de 3500 habitants dans le reste du territoire²⁰³, de détenir 20% de logements sociaux²⁰⁴. Elles disposent de vingt ans pour atteindre cet objectif. Dans l'intervalle, elles sont tenues de verser chaque année une taxe de 150 euros par logement manquant, de laquelle elles peuvent déduire les frais engagés. Le nombre de communes concernées était estimé à 776 en 2002.

Cette mesure ne règle pas, *a priori*, le problème de l'accès à des ressources foncières au coût modéré. Mais elle a le grand mérite d'inciter les organismes publics à faire l'inventaire de leurs patrimoines et d'améliorer grandement, de la sorte, une gestion qui laisse à désirer. Elle impose en outre des *objectifs quantitatifs* de production de logements sociaux. Certes, la mise en œuvre de la loi pose de nombreuses difficultés, liées notamment à l'extrême morcellement des pouvoirs municipaux. On accuse 300 à 400 maires, singulièrement en Provence-Alpes-Côte d'Azur et en Ile-de-France, de ne pas consentir le moindre effort²⁰⁵. D'autres, malgré leur bonne volonté, sont gênés par la norme des 20%, quand la demande porte davantage sur l'accession à la propriété sur leur territoire. Il s'ensuit que si la loi parvient à s'imposer au niveau des objectifs globaux de production, les principes de mixité sociale qui la sous-tendent sont loin d'être satisfaits. On observe même un creusement des inégalités entre communes : en Ile-de-France, la moitié du parc HLM est concentrée dans 9% des villes. Et la production annuelle de logements sociaux correspond à environ 1% du patrimoine²⁰⁶. Toutefois, en dépit de ses imperfections, cette loi a imposé un large consensus au sein des forces politiques françaises pour accroître la mixité sociale dans les centres urbains.

Le mirage des politiques « d'offre foncière »

Il convient de dire ici quelques mots sur les politiques dites « d'offre foncière » qui cherchent à intervenir sur les prix en régulant les équilibres de marché. Le principe en est simple, voire simpliste : les niveaux élevés des valeurs foncières sont supposés résulter d'un fort décalage entre l'offre et la demande de parcelles ; le retour à l'équilibre impose donc de faciliter les conditions de l'offre. Cela consiste, le plus souvent, à « libérer » la ressource foncière

²⁰² Deux exemples sont cités dans Etudes Foncières : dans une ZAC de la région Ile-de-France, des droits à construire destinés à de l'accession à la propriété en Prêt Conventionné étaient vendus 1 100 F/m², contre 2000 F pour le Prêt Locatif Aidé (PLA) ; dans une autre ZAC, les droits à construire pour du logement individuel en accession à la propriété (PAP) étaient vendus 1000 F/m², contre 2700F/m² pour des logements individuels en PLA.

²⁰³ Ces communes doivent toutes être situées dans des agglomérations de plus de 50 000 habitants

²⁰⁴ Sont considérés comme logements sociaux les logements locatifs HLM, tous les logements conventionnés (ce qui peut inclure des habitations du parc privé soumises à des plafonds de loyer et de ressources), le patrimoine de quelques sociétés immobilières et les places en foyer ou centre.

²⁰⁵ *Le Monde*, mardi 21 septembre 2004, p.11.

²⁰⁶ Ibid.

enserrée dans le corset de la réglementation : ouvrir des zones inconstructibles à l'urbanisation, augmenter les droits à construire dans les zones urbaines (hausse des COS, reclassement des zones), multiplier des périmètres dérogatoires aux règles générales d'urbanisme. De telles politiques sont régulièrement pratiquées depuis les années 1970, et conduisent généralement aux résultats inverses des objectifs assignés. On peut citer le cas de la France au début des années 1970 où la mise en œuvre d'une véritable « interdiction d'interdire » – un avatar de mai 1968 – sous le ministre de la Construction Albin Chalandon, fut suivie d'une sévère flambée foncière. Plus récemment, la suppression de la procédure d'agrément et la multiplication des ZAC privées en Région Parisienne, dans les années 1985-1986, ont contribué à nourrir le mécanisme spéculatif ; au même moment, l'Angleterre connaissait un phénomène analogue, suite la mise en application de la circulaire «lifting the burden ». (Renard, 2004). Mais c'est le cas japonais qui apporte le meilleur témoignage des effets néfastes d'une telle politique. Entre 1984 et 1989, pas une mesure n'a été épargnée pour « libérer » le foncier : reclassement massif des parcelles dans des zones d'urbanisme moins sévèrement réglementées, multiplication des procédures dérogatoires aux règles d'urbanisme, octroi de « bonus de COS », déréglementation des modes de calcul du « COS effectif » en fonction du gabarit des voies adjacentes²⁰⁷. La combinaison de certaines mesures donnait lieu à ce que les urbanistes nommaient la « fusée à deux vitesses » (*nidan shiki roketto*), qui propulsait vers le haut le niveau des COS en deux temps : d'abord par le reclassement des parcelles, ensuite par l'attribution d'un bonus (Ishida, 1992). Cette combinaison était particulièrement efficace dans les zones industrielles et semi-industrielles de Tôkyô, où les COS passaient de 3-4 à 6-8 sous l'effet d'un reclassement en « zone commerciale » (zone de bureaux et de commerces de haute densité), puis à 9-10 avec le bonus de COS. Situées dans l'est industriel de Tôkyô et recouvrant 15,4 % des surfaces de la capitale²⁰⁸, ces zones ont constitué un formidable « réservoir » de droits à bâtir.

Pourquoi ces politiques d'offre, qui se parent des attributs de la rationalité néo-classique, exercent-elles donc une influence aussi néfaste sur les marchés fonciers ? Pour comprendre, il nous faut revenir au raisonnement initial qui les fonde.

L'hypothèse selon laquelle les hauts niveaux des valeurs foncières résultent d'un déséquilibre entre l'offre et la demande de terrains peut être parfaitement erronée. On observe fréquemment, au contraire, une augmentation concomitante des volumes (transactions) et des prix au cours de phases ascendantes de cycles fonciers ou immobiliers. Offre et demande peuvent ainsi se nourrir mutuellement, sous l'effet d'un mécanisme réflexif. Dans une situation de ce type, la hausse des prix est entretenue par les anticipations spéculatives des acquéreurs, qui s'appuient sur le comportement des autres intervenants (l'augmentation des transactions) et non sur les réels besoins fonciers ou immobiliers. Il devient alors très dangereux de déréglementer tous azimuts les règles d'urbanisme et de construction au nom d'une politique « d'offre foncière », car cela ne fait que conforter les acquéreurs dans leurs anticipations spéculatives. En effet, ces derniers vont non seulement être induits en erreur sur les équilibres du marché, mais ils vont entre autre interpréter la posture des autorités comme un signal les autorisant à espérer des mesures ultérieures de déréglementation.

Un autre effet fallacieux de la politique d'offre concerne la déréglementation des règles de volumétrie (COS), qui permet de développer à l'envi des surfaces de plancher sur un foncier

²⁰⁷ L'objectif était de rapprocher le COS réglementaire du COS effectif pour permettre une densification massive du bâti à Tokyo.

²⁰⁸ Il s'agit de la surface des 23 arrondissements de Tokyo.

peu extensible. Le gouvernement japonais, on l'a vu, a fait un usage abondant de ce type de mesure au cours des années 1987-1990. Toutefois, bien que les effets en aient été abondamment dénoncés, une nouvelle réforme visant tout spécifiquement la libéralisation des COS dans certains périmètres du centre des grandes villes (nommés « districts d'intervention d'urgence pour le renouvellement urbain », *toshi saisei kinkyuu seibi chiiki*), assortie d'un considérable allègement des procédures d'autorisation d'aménager²⁰⁹, a été mise en œuvre en 2002, et ce toujours au nom de la « politique de l'offre ». On peut se demander ce qui motive une telle réforme, quand les métropoles japonaises connaissent déjà un phénomène inédit d'abondance foncière lié à la crise immobilière, mais aussi à la désindustrialisation et à la libération de vastes friches ferroviaires par la privatisation de l'ex-opérateur JNR²¹⁰ (Aveline, 2003). En réalité, l'objectif officiel du gouvernement n'est plus de promouvoir l'offre foncière, désormais, mais *l'offre de logements*, notamment dans les espaces centraux de Tôkyô. Cette nouvelle politique, qui s'inscrit dans le cadre du renouvellement urbain (*toshi saisei*), a pour ambition de corriger les maux infligés par le « bulle foncière » : rapprocher le logement du lieu de travail après l'allongement insupportable des migrations pendulaires, revitaliser les quartiers centraux de bureaux, devenus mortifères « after five », promouvoir la mixité fonctionnelle des quartiers (et non, remarquons-le, la mixité sociale comme dans les villes européennes). Pour parvenir à cette fin, le relèvement des coefficients de volumétrie est présenté comme le remède-miracle : si l'on autorise, sur un même terrain, la construction d'appartements supplémentaires, n'obtient-on pas un prix de sortie inférieur pour chaque appartement construit ? Là encore, le raisonnement est outrageusement simpliste. Apparemment, les autorités nipponnes ne connaissent pas l'effet de levier de l'immobilier sur le foncier (Aveline, 2004).

De fait, leur objectif à peine voilé est bien davantage de stabiliser, voire de rehausser les valeurs foncières dans les quartiers centraux de Tôkyô, où la chute des prix fut la plus sévère depuis 1990-1991. Il s'agit d'un enjeu macro-économique d'importance, puisque l'ensemble du système financier repose sur ces valeurs. Les autorités savent bien, en réalité, que le gonflement des COS provoque une hausse des prix des parcelles concernées. Personne ne s'y est trompé. Les nouvelles mesures « d'offre de logement » par le relèvement des COS ont provoqué une vive réaction dans les milieux universitaires et professionnels de l'urbanisme,

²⁰⁹ La nouvelle loi, dite « Loi spéciale de renouvellement urbain » (*toshi saisei tokubetsu sochi hô*) a introduit des « périmètres spéciaux d'intervention d'urgence » dans les centres des grandes agglomérations japonaises, avec des coefficients d'occupation des sols pouvant dépasser les plafonds réglementaires. Ce dispositif a néanmoins été limité à 10 ans et ne concerne que les zones centrales de Tôkyô, Osaka et Nagoya. À ce jour, 17 périmètres ont été désignés à Tôkyô. Cette loi introduit par ailleurs une procédure autorisant les aménageurs privés à concevoir des projets d'aménagement et à obtenir des autorisations rapides (moins de 6 mois), s'ils obtiennent l'accord des deux tiers des propriétaires du périmètre considéré.

²¹⁰ En 1987, l'opérateur ferroviaire public JNR a été privatisé. Le réseau national été repris par six compagnies régionales (auxquelles s'ajoute une compagnie de fret), devenues membres du « Groupe JR ». L'Etat a récupéré une grosse partie des terrains désaffectés ou inutilisés de la JNR pour recouvrer, grâce à leur vente, une partie de la dette abyssale de l'ancienne compagnie publique. Dès 1988, de vastes emprises foncières (anciennes gares et réseaux de fret désaffectés) très bien situées dans Tokyo ont été mises en vente aux enchères. Mais le gouvernement a été accusé par la presse d'attiser la flambée foncière, dans le contexte de rareté des terrains – et tout particulièrement des grandes parcelles – de l'époque. Il dut renoncer provisoirement à la vente. Ce n'est qu'après le déclenchement de la crise immobilière (à partir de 1991) qu'il fut en mesure de vendre ces terrains, lesquels connurent un grand succès du fait de leur excellent emplacement et ce malgré une conjoncture morose. Une grande partie des projets d'aménagement en cours à Tokyo, Osaka et Nagoya s'inscrit, en partie ou en totalité, sur d'anciennes friches ferroviaires.

certain auteurs, comme Tokunosuke Hasegawa, ayant même accusé le gouvernement de « traiter la bulle par la bulle » (Hasegawa, 2002). On voit bien ici, comment l'approche néo-classique sert parfois à légitimer une politique très fruste de l'offre, dont les effets déstabilisateurs sur les marchés sont patents.

III. Diversité des politiques foncières

Au terme de ce panorama des outils de la politique foncière, il apparaît que les conceptions et les moyens mis en œuvre par les pouvoirs publics pour réguler la ressource en sol ne présentent pas, au fond, une très grande diversité. Les exemples cités plus haut ne peuvent certes pas être considérés comme représentatifs de la grande variété de contextes urbains et de « cultures foncières » dans le monde, mais ils montrent bien qu'en dépit de la singularité de chaque situation nationale, l'intervention foncière publique n'est sous-tendue, en définitive, que par trois grands paradigmes. Il s'agit du paradigme ricardo-marxien de la rente, du paradigme néo-classique et de la plus récente théorie de la bulle.

III-1. Les trois grands paradigmes en vigueur

La théorie de la rente a présidé à trois grands types de politiques foncières : la collectivisation des terres dans les pays communistes et les espaces pionniers, la prédominance de la filière publique et la confiscation de la rente par l'outil fiscal dans les démocraties.

Hors du monde communiste, il n'existe pas d'exemple de collectivisation des sols ayant perduré, si l'on excepte le cas de Hong Kong avant la rétrocession de 1997. Encore faut-il considérer avec prudence cet exemple, en raison de la faible taille de ce territoire et de son ancien statut colonial. En revanche, de nombreux pays ont cherché à soustraire le foncier de l'économie de marché pour satisfaire des besoins massifs en logements. Ce fut le cas un peu partout en Europe de l'Ouest après la seconde guerre mondiale. Dans plusieurs villes allemandes et nord-européennes, la reconstruction des zones dévastées fut l'occasion d'une municipalisation des sols sur tout ou partie du territoire communal. Des politiques similaires ont été adoptées dans certains pays d'Asie de l'Est soumis à de très fortes pressions démographiques (« municipalisation des sols à Singapour, filière publique prédominante en Corée du Sud), avec toutefois des objectifs différents à l'égard de la « rente », qui expliquent les niveaux singulièrement élevés des valeurs foncières dans cette zone (voir plus loin).

Le principe de confiscation de la rente dans les pays capitalistes s'est exprimé sous la plume de réformateurs comme Stuart Mill et Henri George. Il s'appuie sur l'outil fiscal, principalement sous la forme d'une taxation des plus-values foncières, laquelle est supposée restituer à la collectivité la « rente » perçue indûment par les propriétaires des sols. C'est en Asie du nord-est que le géorgisme a connu le plus fort impact, avec l'EORL à Taiwan et plus récemment le *Gong Kae Nyum* en Corée du sud. L'Europe a également expérimenté, dans les années 1970, des outils destinés à capter la rente. Ce fut le cas notamment de la Grande-Bretagne, avec la *development charge* inspirée des thèses de Mills et le PLD en France, qui n'a disparu que depuis peu de la « boîte à outils » de nos communes. Force est de constater, cependant, la totale inefficacité – voire la dangerosité – de ces politiques. La dernière tentative en date, le *Gong Kae Nyum* en Corée du Sud, non seulement n'est pas parvenue à juguler l'explosion du prix du sol, mais a ouvert la voie, par son échec, à une approche très libérale de la gestion foncière.

Tableau 9. Typologie des politiques foncières en fonction des théories dominantes

| Théorie dominante | Théorie de la rente | | | Théorie néo-classique | Théorie des bulles |
|-------------------|---|---|---|---|--|
| Type de politique | Disparition de la rente | Minimisation et internalisation de la rente | Confiscation de la rente | Soutien à l'offre de terrains | Réduction de l'écart entre « valeur spéculative » et « valeur fondamentale » |
| Outils | Collectivisation des sols | Prédominance de la filière publique sur les marchés fonciers | Principe de taxation intégrale ou partielle des plus-values foncières | Libéralisation des règles d'urbanisme et de construction | Relèvement des taux directeurs |
| Exemples de pays | Pays communistes, espaces pionniers (Australie, Israël dans l'avant-guerre) | La plupart des pays industrialisés après la deuxième guerre mondiale, Corée du Sud , Pays nord européens Pays-Bas (cas extrême) | Taiwan Grande-Bretagne (années 1970) Corée du Sud | La plupart des pays industrialisés Cas extrême : le Japon | Japon (référence explicite à la bulle) Grande-Bretagne |

Malgré la prégnance de la théorie de la rente, le paradigme néo-classique s'est imposé progressivement dans la gestion foncière, avec d'autant plus de vigueur que la légitimité de l'action publique se trouvait questionnée par l'impasse du keynésianisme. Il est désormais communément admis que le prix du sol est régi par la loi de l'offre et de la demande et que l'intervention publique, quand elle se justifie – le principe de base étant avant tout de ne pas intervenir –, doit agir sur l'un ou l'autre de ces paramètres. Comme on ne peut guère réguler la demande sans risquer d'obérer les finances publiques ou de contrarier les déterminants de la localisation des entreprises et des ménages, on cherche à agir sur l'offre. Ces politiques dites « d'offre foncière » prennent la forme d'assouplissement des règles d'urbanisme et de construction. La plupart des pays industrialisés ont mis en œuvre des politiques de ce type au cours des années 1980 – à commencer par la France, avec la suppression de la procédure d'agrément en Région Parisienne –, pour conformer leurs plus grandes villes aux exigences de la mondialisation. Comme on l'a vu, le cas le plus caricatural est toutefois celui du Japon, où l'Etat n'hésite pas, actuellement, à souffler sur les braises de la flambée foncière des années 1985-1991 pour venir au secours du système bancaire.

Vouloir laisser les marchés se réguler tous seuls, en leur donnant à l'occasion un petit coup de pouce par des politiques d'offre, conduit généralement à une hausse du prix du sol. Quand ladite hausse devient spectaculaire, au point de menacer l'accès au logement et de provoquer de graves dysfonctionnements urbains, l'Etat se doit d'intervenir. On oublie alors la loi de l'équilibre et de la demande et l'on s'attaque à la spéculation foncière. Au besoin, on jette le blâme sur certains acteurs – les entreprises dans les cas du Japon et de la Corée du Sud – pour exonérer l'Etat de ses responsabilités. Mais la cible principale demeure le pourvoyeur en fonds de la spéculation : le crédit bancaire. C'est ici qu'intervient la théorie de la bulle. En dépit de ses nombreuses insuffisances méthodologiques, cette théorie se trouve de plus en

plus couramment utilisée pour légitimer l'action des autorités monétaires quand les marchés d'actifs viennent à s'emballer. Il n'est pas encore très courant de l'invoquer pour réguler les marchés immobiliers, mais le poids macro-économique croissant des actifs réels oblige les banques centrales à suivre de très près leur évolution. Le Japon fut le premier pays à se référer explicitement à cette théorie pour concevoir une politique anti-spéculative, allant jusqu'à inventer sa propre définition de la « bulle ». Plus récemment, la banque d'Angleterre a relevé très progressivement son taux directeur pour refroidir un marché immobilier en surchauffe. Le pilotage des taux est néanmoins un exercice très risqué, car les marchés d'actifs sont très sensibles aux changements d'orientation des politiques publiques, ainsi que l'a montré l'expérience japonaise.

III-2. Le logement social, clé des politiques foncières

Si les politiques foncières ont pour objectif d'assurer la bonne coordination de l'ensemble des fonctions urbaines, elles visent avant tout la satisfaction des besoins en logement. On peut donc établir une distinction, au sein des politiques foncières, en fonction de l'importance que celles-ci accordent au logement social.

Ce sont les pays du nord de l'Europe (Allemagne comprise) qui ont accordé la plus grande priorité à la qualité des logements sociaux. Ces choix ont été facilités, en partie, par la municipalisation des sols dans les grandes villes. Mais dans certains cas, la prédominance de la filière publique a joué un rôle déterminant. C'est tout particulièrement le cas aux Pays-Bas, où les terrains municipaux sont moins nombreux qu'en Scandinavie. Les municipalités néerlandaises ont pris l'habitude d'acheter les terres agricoles au double de la valeur d'usage²¹¹ (coût d'opportunité équivalent à la valeur d'expropriation) et de fixer le prix de revente en fonction de l'usage de chaque type de terrain, sans chercher à dégager du profit. Elles sont ainsi parvenues à « contenir la rente » pendant quarante ans, de façon à garantir partout une forte mixité de l'habitat, les opérations d'habitat social jouxtant les programmes privés dans les périmètres d'aménagement. Selon Needham, cette particularité des Pays-Bas – contenir les prix dans les zones futures d'urbanisation sans constituer des réserves foncières publiques – s'explique avant tout par l'absence d'intervention des promoteurs privés sur les marchés fonciers. Ceux-ci ont en effet été longtemps rebutés par les faibles plus-values escomptées sur ces marchés, du fait de l'offre très abondante de terrains à bas prix par les municipalités (Needham, 1997). La situation a toutefois radicalement beaucoup changé au cours de ces dernières années. Les Pays-Bas sont confrontés, depuis le début des années 1990, à de sensibles hausses de prix du sol, car les promoteurs ont procédé à de massives acquisitions foncières dans les zones d'urbanisation future²¹². L'exception néerlandaise qui suscitait l'admiration des urbanistes du monde entier est donc en passe de disparaître. En Asie, la Corée du Sud s'est également distinguée des autres pays industrialisés de la région

Tableau 10. Typologie des politiques foncières en fonction des orientations en matière de logement

²¹¹ Les terrains étaient néanmoins acquis à un prix inférieur si les projets d'aménagement comportaient une forte proportion de logements sociaux.

²¹² Une des grandes raisons en est la promulgation d'une nouvelle loi (VINEX) recentrant l'urbanisation future dans un nombre restreint de villes. Needham prend soin de préciser que les principaux bénéficiaires de la hausse de prix sont les propriétaires fonciers des zones agricoles, qui disposent d'une parfaite connaissance des projets d'urbanisation.

par des valeurs foncières singulièrement basses. À la différence du cas néerlandais, les acteurs privés – notamment les *chaebols* comme Hyundai ou Daewoo – ont joué une part très active dans la production de logements de masse, mais la puissance publique est longtemps parvenue

| Orientations | Priorité au logement social | | | Mixte | Logement social non prioritaire |
|---------------------------------------|--|---|---|--|--|
| Type d'action publique | Prédominance des opérateurs publics dans l'aménagement foncier (tous secteurs) | Municipalisation d'une grande partie des sols urbains | Maîtrise publique du foncier sur la majeure partie du territoire | Sociétés d'économie mixte et acteurs privés. Diminution tendancielle de la sphère publique | Prédominance des acteurs privés |
| Statut de propriété dominant des sols | Privé et public | Public (baux emphytéotiques) | Public (baux emphytéotique ou droit de superficie) | Privé et public (réserves foncières) | Privé |
| Objectifs de la politique foncière | Maintien des prix fonciers à bas niveau | Maintien des prix fonciers à bas niveau | Maintien des prix fonciers à bas niveau pour le logement social et « vente » au prix fort des autres terrains | Lutte contre la hausse du prix du sol pour garantir la production de logements sociaux | Lutte épisodique contre la hausse du prix du sol quand la légitimité politique est menacée |
| Caractéristiques des marchés fonciers | Valeurs foncières basses (relativement aux autres pays de la région) | Valeurs foncières basses | Valeurs foncières très élevées hors secteur social | Valeurs foncières moyennes | Valeurs foncières élevées |
| Acteurs pourvoyeurs de logement | Bailleurs sociaux, acteurs privés | Bailleurs sociaux, acteurs privés | Bailleurs sociaux, acteurs privés | Bailleurs sociaux, acteurs privés | Acteurs privés, communautés religieuses, auto-construction |
| Politique de logement | Normes de prix imposée Aides directes au logement surtout | Aides directes et indirectes au logement | Aides directes et indirectes au logement | Aides directes et indirectes au logement | Aides indirectes surtout Blocage des loyers |
| Caractéristiques urbaines | Forme compacte, transport collectif développé | Forme compacte, transport collectif développé | Forme compacte, transport collectif développé | Forme très variable selon les choix en matière de transport | Forme très étalée, transport collectif privé ou inexistant |
| Exemple de pays | Pays-Bas (cas extrême), Corée du Sud | Allemagne, pays scandinaves | Hong Kong, Singapour | Majorité des pays industrialisés | Japon, Liban |

à juguler les mécanismes spéculatifs par des normes contraignantes en matière de logement (normes de prix en particulier). Cependant, tout comme aux Pays-Bas, la Corée du Sud est en passe de perdre sa singularité, avec le basculement de l'équilibre au profit du secteur privé.

Les deux autres NPI d'Asie, Singapour et Hong Kong, ont suivi une toute autre orientation en matière de politique foncière. Bien qu'ils aient, eux aussi, répondu aux fortes contraintes démographiques par des politiques très actives en faveur du logement social, ils n'ont pas cherché à contenir le prix du sol sur l'ensemble de leur territoire. Au contraire, les terrains destinés au secteur résidentiel de luxe et aux activités commerciales ont été maintenus à des prix très élevés – voisinant les plafonds mondiaux – de façon à financer les projets d'infrastructures et de logements sociaux. La stratégie a donc consisté ici à maximiser la « rente » hors du logement social, en régulant l'offre foncière, la puissance publique ayant le monopole des droits à bâtir. On remarquera qu'en dépit des niveaux très élevés des valeurs foncières dans ces deux territoires, l'exceptionnelle maîtrise publique des sols a présidé, comme aux Pays-Bas et en Corée du Sud, à la formation de réseaux très performants de transport collectif (ferroviaires notamment) et à l'endiguement de la « nappe urbaine ».

À l'autre bout du spectre se trouvent les pays pour lesquels l'habitat social n'a jamais constitué une priorité nationale ou bien ceux, nombreux parmi les pays en voie de développement, qui ne disposent pas des ressources suffisantes pour satisfaire les besoins en logement des plus pauvres. Le Japon et le Liban se rangent clairement dans cette catégorie. Au Japon, le logement de masse a été principalement délégué, dès le début du vingtième siècle, aux opérateurs ferroviaires et aux autres aménageurs privés intervenant dans les banlieues²¹³. Il en va différemment au Liban, où les acteurs privés ne sont pas en mesure de pourvoir au besoin en logement pour les plus modestes. Ce sont donc les communautés religieuses qui pallient la déficience de l'Etat dans ce domaine, en mobilisant leurs abondants patrimoines fonciers inaliénables (les *waqfs*). L'absence d'intérêt envers le logement ou le manque de moyens pour traiter de la question explique également que les politiques de soutien à l'habitat dans ces pays prennent plutôt une forme indirecte, comme des mesures fiscales d'incitation à l'investissement locatif ou des dispositifs de blocage des loyers. Le second type de mesure a été mis en oeuvre au Japon et au Liban (blocage des loyers immobiliers au Liban et fonciers au Japon) et l'on peut supposer qu'il a permis d'éviter des explosions sociales face aux niveaux intolérables des valeurs foncières. Toutefois, ce genre de dispositif s'avère présenter de graves inconvénients : non seulement il décourage l'investissement dans le secteur résidentiel locatif, privant ainsi le marché d'un secteur essentiel dans les chaînes résidentielles des ménages, mais il contribue puissamment à entretenir la rétention spéculative des sols. Cela handicape le renouvellement du tissu bâti et génère des formes urbaines chaotiques, percées de « dents creuses ». De façon plus générale, une politique peu affirmée de soutien au logement s'accompagne le plus souvent d'un faible contrôle sur l'occupation des sols et d'une absence de maîtrise foncière publique, qui génèrent des phénomènes d'étalement urbain et handicapent la construction d'infrastructures publiques.

Entre la priorité à l'habitat social et le désintérêt marqué pour le logement se trouvent diverses positions intermédiaires caractérisant les principaux pays industrialisés. Que ce soit en Amérique du Nord ou en Europe de l'Ouest, les pouvoirs publics sont soucieux de garantir un volant minimum de logements sociaux. Ils sont donc tenus d'exercer un contrôle assez strict

²¹³ Il existe néanmoins des logements dits « sociaux » qui représentent 7% du parc de logements au niveau national (construits par le grand bailleur social HUDC et les municipalités).

sur les usages du sol et de mettre en œuvre des procédures visant à contenir autant que possible la hausse des valeurs foncières dans les grandes villes, tout en lâchant la bride aux marchés. Les dispositifs de soutien au logement sont très variés, mais l'on observe, tout au moins en Europe, une tendance au basculement d'une politique keynésienne de soutien à la demande (aides à la personne et à la pierre pour solvabiliser les ménages) à une politique libérale de soutien à l'offre (incitations fiscales à l'investissement locatif). Or, nous avons vu, dans le cas de la France, les dérives auxquelles peuvent conduire un fort déséquilibre en faveur de ce type de mesure.

Bibliographie

ADEF (1994), « Formation du coût de la charge foncière dans les opérations PLA CDC », synthèse pour le METT, mimeo, 109 p.

ADEF (1995), *Aménagement foncier : les risques*, Paris, ADEF.

Acosta, R. (1993), « Les sources statistiques disponibles pour l'étude des marchés fonciers », mimeo., ADEF, 114 p.

ARECOOP (2004), *Mobiliser le foncier au profit de l'habitat social*, Paris, Fédération des Coopératives d'HLM.

Aurégac, P. (2004), « La hausse des logements, causes réelles et causes fiduciaires », *Etudes Foncières*, n°111, 8-15.

Aveline, N., Cuisset, J. (1988), « Caractéristiques de l'accession à la propriété dans sept pays européens », Plan Construction (MELT), mimeo, 160 p.

Aveline, N. (1988), « L'accession à la propriété en Europe », *HLM Aujourd'hui* n°11, 83-90.

Aveline, N., Cuisset, J. (1989), « Analyse des systèmes d'aides à l'accession à la propriété et de leurs effets socio-économiques dans trois pays européens », Plan Construction, mimeo, 180 p.

Aveline, N., Sirkis, B. (1989), « Impact des aides publiques sur la formation du prix du logement en accession à la propriété », Direction de la Construction (MELT), mimeo, 67 p.

Aveline, N. (1989), « L'accession en Europe, contrastes et similitudes », *HLM Aujourd'hui* n°16, 28-41.

Aveline, N., Renard, V. (1990), *Politiques Foncières Comparées : Pays Bas*, Paris, ADEF.

Aveline, N. (1991), « Japon : quand le gouvernement se mêle des prix fonciers », *Urbanisme et Architecture* n°248, 11-12.

Aveline, N. (1991), « Le sol flambe à Séoul », *Urbanisme et Architecture* n°250, 14-15.

Aveline, N., Aveline, F. (1991), « Remembrement urbain à la Japonaise », *Urbanisme et architecture* n°252, 18-21.

Aveline, N. (1991), « Corée : des mesures radicales contre la spéculation », *Études Foncières* n°53, 1991, p. 54-55.

Aveline, N. (1992), « Japon : la dynamique des réformes », *Études Foncières* n°57, décembre 1992, 43-47.

Aveline, N. (1996), « Japon, la gestion à haut risque de la crise immobilière », *Etudes*

foncières n°72, septembre 1996, 38-39.

Aveline, N., Renard, V. (1996), « Les marchés fonciers et immobiliers au Japon », in *Le Courrier du CRNS* n°82, juin 1996 (édition spéciale pour Habitat II), 153-157.

Aveline, N., Crouzet, E. (1996), « Cycle foncier et fiscalité locale : le cas de la communauté urbaine de Montréal », *Etudes foncières*, n°71, 48-51.

Aveline, N. (1997), « La théorie de la bulle foncière et ses enjeux politiques au Japon », *Economie* 1997, Université de Perpignan, 63-84.

Aveline, N. (1997) « Le remembrement urbain nippon : un modèle pour l'Asie ? Le cas de Séoul et de Taipei », *Daruma* n°1, Picquier, 131-151.

Aveline, N., (dir., 1998) « Regards croisés sur les formes de la ville japonaise », *Daruma* n°3, Arles, Picquier, 13-156.

Aveline, N. (1998), « L'opacité de l'information foncière en France et au Japon, aspects comparés », in *Japon Pluriel* 2, actes du deuxième colloque de la Société française des études japonaises, Arles, Picquier, 391-396.

Aveline, N. (2000), « Retournement des marchés fonciers et politiques publiques (1990-1997) », in Marc Bourdier Philippe Pelletier (dir.) *L'archipel accaparé, la question foncière au Japon*, Paris, l'EHESS, 253-272.

Aveline, N. (2003), « L'expérience particulière du Japon en matière de renouvellement urbain », *Droit et Ville*, n°55, 59-69.

Aveline, N. (2004), *Le Japon*, géographie, collection mémento, Paris, Belin.

Aveline, N. (2004), « Property Markets in Tokyo and the Management of the Last Boom-bust Cycle » in Aveline, N., Li, L-Y. (dir), *Property Markets and Land Policies in Northeast Asia - The Case of Five Cities : Tokyo, Seoul, Shanghai, Taipei and Hong Kong*, Hongkong-Tôkyô, Maison Franco-Japonaise / Center for Real Estate and Urban Economics, 33-82.

Bank of Japan (1990), « The Recent Rise in Japan's Land Prices : Its Background and Implications », special paper n°193, Tôkyô, The Bank of Japan Research and Statistics Department..

Calame, P. (2002), « Comparer pour comprendre », *Etudes Foncières*, n°100, 45.

Cao, P. (1998), *Real Estate law in China*, Hong Kong, Sweet and Maxwell Asia.

Claval, P. (1981), *La logique des villes*, essai d'urbanologie, Paris, LITEC.

Club des maîtres d'ouvrage d'opérations complexes, (1996), *Le foncier en question, sortir de l'impasse*, n°2.

Coase, R. (1960), « The Problem of Social Costs », *Journal of Law and Economics*, n°3, 1-44.

- Comby, J., Renard, V. (1985), *L'impôt foncier*, Paris, PUF, coll. Que sais-je ?.
- Comby, J., Renard, V. (dir., 1986), *40 ans de politique foncière en France*, Paris, DAEI.
- Comby, J., Renard, V. (1996), *Les politiques foncières*, Paris, PUF; coll. Que sais-je ?.
- Comby, J., Renard, V. (1990-1991), « Evaluation du droit de préemption (droit de préemption urbain et zones d'aménagement différé) », rapport d'information pour l'Assemblée Nationale, deuxième session extraordinaire de 1990-1991, n°1942, annexe n°7, 431-463
- Comby, J. (1995), « Cadastre, comment fabriquer la propriété ? », *Études Foncières*, n°66, 28-35.
- Comby, J. (2002), « Les avatars du droit de propriété », *Études Foncières*, n°100, 14-15.
- Conseil d'État (1992), *L'urbanisme, pour un droit plus efficace*, Paris, La Documentation Française.
- Conseil d'État, (1999) *Rapport public 1999, jurisprudence et avis de 1999, l'intérêt public*, Paris, La Documentation française, Etudes et documents, n°50.
- Cornuel, D., (1993), *Economie et politiques du logement. Bilan et orientations de recherches*, IFRESI, mimeo, 34 p.
- Doré, R.P., (1984, première édition en 1959), *Land Reform in Japan*, London, The Athlon Press.
- Dourille-Feer, E. (1998), *L'économie du Japon*, Paris, La Découverte, coll. Repères.
- Dubach (Aveline), N. Cuisset, C. (1989), « Situation et évolution de l'accès à la propriété dans cinq pays : Grande-Bretagne, Italie, ex-RFA, Espagne, Belgique », *Actualités Internationales du Laboratoire logement*, n°5, 7-32.
- Dubach-Aveline, N., Renard, V. (1990), *Politiques foncières comparées : Pays-Bas*, Paris, ADEF.
- Dubach-Aveline, N. (1991), « Corée : des mesures radicales contre la spéculation », *Études Foncières* n°53, 54-55.
- Dubach-Aveline, N. (1991), « Le sol flambe à Séoul », *Urbanisme et Architecture* n°250, 14-15.
- Dumont, J. L. (1996), « La question foncière », *Journal officiel, avis et rapports du Conseil Économique et Social*, n°5, 15 février.
- Filardo, A. J (2001), « Should monetary policy respond to asset price bubbles ? », in Kaufman, G. (dir), *Asset Price Bubbles, Implications for Monetary and Regulatory Policies*, JAI, Oxford.

Freyfogel, E (2003), *The Land we Share, Private Property and the Common Good*, Washington, London, Island Press.

Gelézeau, V. (2003), *Séoul, ville géante, cites radieuses*, Paris, CNRS éditions.

Gertler, M., Bernanke, B. (2000), *American Economic Reviews Papers and Proceedings*, 91, 2, 253-257.

Ghorra-Gobin, C. (1990), « Transfert des COS à Los Angeles », *Etudes Foncières*, n°48, 54-56.

Givaudan, A.(dir., 1991), *Sécurité et transparence des marchés immobiliers*, Paris, ADEF.

Godfrin, G. (1995), « Préempter, pour acquérir ou pour contrôler ? », *Études Foncières*, n°68, 37-40.

Goetz, M., Wofford, L. (1979) « The motivation for zoning: efficiency or wealth redistribution? », *Land Economics*, vol.55, n°4, 472-485.

Haley, J.O., Yamamura K. (1992), *Land Issues in Japan: a Policy Failure?*, Seattle, Society for Japanese Studies.

Hasegawa, T. (1990), *Tochi kaikaku no shiten (Point de vue sur la réforme foncière)*, Tôkyô, Tôyô Keizai Shinhôsha..

Hasegawa, T. (1991), *Danmatsuma no chika (Les prix fonciers à l'agonie)*, Tôkyô, Nisshin Hôdô.

Hasegawa, T., (1995) *Tochi taii keizai daihokai (l'effondrement de l'économie basée sur le foncier)*, Tôkyô, Fudôsan Kinyû Kenkyûkai

Hasegawa, T. (2002), «Tsukurareta bumu no uragawa wo misugosuna » (Ne fermons pas les yeux sur les effets pervers du boom que nous avons provoqué), *Economisto*, Février, 46-47.

Hallett, G. (dir., 1988), *Land and Housing Policies in Europe and the USA : a Comparative Analysis*, Londres et New York, Routledge.

Hayakawa, K., Hirayama, Y. (1991), «The impact of the *minkatsu* policy on Japanese housing and land use», *Environment and Planning, D : Society and Space*, vol. 9, 151-164.

Hebbert, M., Nakai N. (1988), *How Tôkyô Grows*, Londres, London School of Economics and Political Science..

Hostiou, R. (2002), « L'expropriation, un droit en crise », *Etudes Foncières*, n°100, 40-42.

Hua, C.-I. (2000), « The sticky land price in Taiwan : its causes, effects, and future », in Hutchinson, M. M. (1994), « Asset price Fluctuations in Japan: What Role for Monetary Policy? », *BoJ Monetary and Economic Studies*, vol.12, n°2, 61-83.

Ishida, Y. (1992), « Kanwakei chikuteki keikaku to tochi riyô keikaku taiei no keikaku ronteki mondai »(Les problèmes posés par les périmètres à relâchement réglementaire dans l'occupation des sols et la politique d'aménagement urbain), *Toshikeikaku*, n° 177, 13-18.

Ishizuka, H., Ishida, Y., (dir., 1988), *Urban Growth and Planning 1868-1988*, Tôkyô, Tokyo Metropolitan University Press.

Ishida, Y., (dir., 1990), *Daitoshi no tochimondai to seisaku* (Les politiques foncières dans les grandes villes), Tôkyô, Nihon Hyôronsha.

Ito, T. (1994), «Public policy and housing in Japan», in Noguchi, Y., Poterba, J., (dir.) *Housing Markets in the US and Japan*, Chicago, Chicago University Press, 215-237.

Jouve, B., (2003), *La gouvernance urbaine en questions*, Paris, Elsevier, collection SEPT.

Jung, H-N. «Land policies in South Korea: a political economy approach», in Koppel, N., Kim, Y.K. (dir.), *Land Policy Problems in East Asia – towards new choices-*, Honolulu, Seoul, East West Centre and Korea Institute for Human Settlements,301-327.

Kanemoto, Y. (1992), «Land tax and urban land supply», *Japanese Economic Studies*, 20, 53-93.

Kanemoto, Y. (1997), «The housing question in Japan», *Regional Science and Urban Economics*, 27, 613-641.

Kaufman, G. (dir., 2001), *Asset Price Bubbles, Implications for Monetary and Regulatory Policies*, Oxford, JAI.

Kim, D.Y. (1993), «Choices for future land policy », in Koppel, N., Kim, Y.K. (dir.), *Land Policy Problems in East Asia – towards new choices-*, Honolulu, Seoul, East West Centre and Korea Institute for Human Settlements, 329-367.

Kim, K-H. (2000), «Korea: could a real estate price bubble have caused the economic crisis? », in Mera, K., Renaud, B. (dir.), *Asia's Financial Crisis and the Role of Real Estate*, Sharpe, M.E. , 99-114.

Kim, S.B. (1993), «Urbanization, industrialization and the transformation of land problems », in Koppel, N., Kim, Y.K. (dir.), *Land Policy Problems in East Asia – towards new choices-*, Honolulu, Seoul, East West Centre and Korea Institute for Human Settlements, 187-214.

Kirwan, R.M. (1997), «Fiscal policy and the price of land and housing in Japan », *Urban Studies*, vol.24, 345-360.

Komine, T. (1990), *Kabuka-chika hendô to nihonkeizai* (Evolution des valeurs foncières, boursières et de l'économie japonaise), Tôkyô, Tôyôkeizai shinhôsha.

Laïdi, Z. (2004), *La grande perturbation*, Paris, Flammarion.

Lanotte, H. , Rossi, D. (1995), « Négocier les droits sur le sol», *Etudes Foncières*, n°68, 19-23.

Lefebvre, B., Mouillard M., Occhipinti S. (1991), *Politique du logement, 50 ans pour un échec*, Paris, L'Harmattan, coll. Habitat et société.

Lee, T.I. (1993), « Recent urban land reforms in Korea: goals and limitations », in Koppel, N., Kim, Y.K. (dir.), *Land Policy Problems in East Asia – towards new choices-*, Honolulu, Seoul, East West Centre and Korea Institute for Human Settlements, 235-283.

Limonov, L., Renard, V. (1995), *Russia : Urban Development and Emerging Property Markets*, Paris, ADEF.

Lin, R. (1997), «Urban land policy issues in Taiwan », in Koppel, N., Kim, Y.K. (dir.), *Land Policy Problems in East Asia – towards new choices-*, Honolulu, Seoul, East West Centre and Korea Institute for Human Settlements, 385-412.

Logan, J.R., Molotch H.R. (1987), *Urban Fortunes. The Political Economy of Space*, Berkeley, University of California Press.

Machimura, T. (1992), «The urban restructuring process in Tokyo in the 1980s: transforming Tokyo into a world city », *International Journal of Urban and Regional Research*, vol. 16, 114-128.

Martinand, C., Landrieu, J. (1996), *L'aménagement en questions*, Paris, ADEF..

Marty, G. (1993), « Pour une théorie économique de l'immobilier », *Réflexions immobilières*, n°3, 9-13.

Merlin, P. (1995), *Les techniques de l'urbanisme*, Paris, PUF, coll. Que sais-je?, n°609.

Needham, B. (1997), « Land policy in the Netherlands », *Tijdschrift voor Economische en Sociale Geographie*, vol.88, n°3, 291-296.

Needham, B., De Kam, G. (2000), *Land for Social Housing*, Nijmegen, SECODHAS.

Nelson, R. (1977) *Zoning and Property rights: an analysis of American system of land-use regulation*, Cambridge, MA, MIT Press.

Nishida, Y. (1993), «Reflections on Land Reform in Japan », in Koppel, B., D.Y. Kim, *Land Policy Problems in East Asia : Towards New Choices*, Honolulu and Korea, EWC/KRIHS, 51-70.

OCDE, *Les marchés fonciers urbains*, Paris, éd. de l'OCDE, 1992, 165 p.

Olivetti, A. M., Worsham, F. (2003), *This Land is your Land, this Land is my Land – the Property Rights Movements and Regulatory Takings*, New York, LFB Scholarly Publishing LLC.

Payne, G. (2004), « Land tenure and property rights: an introduction », *Habitat International*, 28, 167-179.

Piron, O. (1988), « Taux d'intérêt réel et formes urbaines », *L'observateur de l'immobilier* n°11, 56-63.

Renard, V. (1980), *Plans d'urbanisme et justice foncière*, Paris, PUF, coll. Espace et liberté.

Renard, V. (1998), *Planification et négociation de la récupération des plus-values au financement des équipements, Etats-Unis, France, Grande-Bretagne*, mimeo, 51 p.

Renard, V. (1998), « Les servitudes assimilées à une expropriation », *Etudes Foncières*, n°71, 42-47.

Renard, V. (1999), « Où en est le système des transferts de COS ? », *Études Foncières*, n°82, 42-47.

Renard, V. (2000), « Marchés fonciers, marchés immobiliers et production de la ville », in Pumain, D., Mattei, M-F., *Données urbaines*, Anthropos, coll. villes, 9-17.

Renard, V. (2002), « Les dynamiques économiques des villes au XXI^e siècle : dervie des marchés immobiliers et fragmentation urbaine », en ligne sur le site. www.asmp.fr

Renard, V. (2004), « Les enjeux urbains de prix fonciers et immobiliers », in Institut des villes (dir.), *Villes et économie*, Paris, La Documentation Française, coll. Villes et sociétés, 85-108.

Rossi, M (1994), « Comment lutter contre la pénurie de terrains pour construire plus de logements ? », Rapport du groupe d'études sur la question foncière, Ministère du Logement.

Saglio, J.F. (1980), *L'offre foncière*, Paris, La Documentation Française.

Sapir, J. (2000), *Les trous noirs de la science économique*, Paris Albin Michel.

Segaud, M., Bonvalet, C., Brun, J. (1998), *Logement et habitat : l'état des savoirs*, Paris, La Découverte.

Stapleton, K., Karan, P.P. (dir., 1997), *The Japanese City*, Lexington, University Press of Kentucky.

Struillou, J-F. (2002), « Droit de préemption et liberté contractuelle », *Etudes Foncières*, n 100, 43-44.

Son, J-Y. (1993), « Land development, taxation, and the role of local governments: lessons from Korean experience », in Koppel, N., Kim, Y.K. (dir.), *Land Policy Problems in East Asia – towards new choices-*, Honolulu, Seoul, East West Centre and Korea Institute for Human Settlements, 253-283.

Son, J-Y. (1997), « A review of the Korean housing market and related policies », Review of urban and regional development studies, 9, 80-99.

Son, J-Y. (2004), « The South Korean land Market, land policies, and economic crisis », in Aveline N., Li L-H. (dir.), *Property Markets and Land Policies in Northeast Asia .- The Case*

of Five Cities : Tokyo, Seoul, Shanghai, Taipei and Hong Kong, Hongkong-Tôkyô, Maison Franco-Japonaise / Center for Real Estate and Urban Economics, 111-152.

Verhage, R. (2002), *Local Policy for Housing Development, European Experiences*, Burlington, Ashgate.

Verhage, R. (2003), « The role of the public sector in urban development: lessons from the Leidsche Rijn Utrecht (The Netherlands) », *Planning Theory and Practice*, vol.4, n°1, 29-44.

Vigouroux, C. (dir., 1990), *Outils fonciers mode d'emplois*, ADEF.

Youngman, J.M., Malme, J.H. (1995), *An International Survey on Land and Buildings*, Lincoln Institute of Land Policy, Cleveland, Kluwer.

Zhu, J. (1999), « Local Growth coalition: the context and implications of China's gradualist land reforms », *International Journal of Urban and Regional Research*, 534-547.

Zhu, J. (2004), « From land use right to land development right: institutional change in China's urban development », *Urban Studies*, vol.41, 1249-1267.

Conclusion

En conclusion de ce mémoire, on constate que les théories économiques relatives à la question foncière ont joué un rôle majeur pour éclairer l'action publique et légitimer les réformes (réformes agraires, collectivisation des sols notamment). Néanmoins, la recherche sur le foncier en sciences économiques n'a pas connu de renouvellement aux cours des dernières décennies. L'action publique se base, en définitive, sur trois grandes théories : celle de la rente foncière, de la bulle spéculative et de l'équilibre néo-classique.

La théorie de la rente foncière a été conçue historiquement pour socialiser une partie des richesses par l'imposition des terres agricoles. Elle a connu d'intéressants développements théoriques sous la plume de Von Thünen et de Marx, mais son adaptation aux marchés fonciers urbains a échoué. Les deux paradigmes qui la fondent, celui de Ricardo-Marx et de Von Thünen, ont engendré respectivement une approche sociologique des marchés fonciers urbains (Lipietz, Harvey et l'Ecole de Cambridge) et une formalisation mathématique de l'espace urbain (Alonso, Muth, Fujita, Thisse...). Dans les deux cas, ce qui faisait la spécificité initiale de la rente, à savoir le monopole du propriétaire foncier sur sa terre – exprimé sur la base de la valeur-travail chez Marx ou de l'utilité chez Alonso-Muth – a été abandonné. Ce fait n'est pas à déplorer. Rien n'obligeait à pratiquer l'acharnement thérapeutique sur une théorie vieille de plus de trois cent ans, mal adaptée de surcroît au contexte urbain. L'échec de la rente a toutefois entraîné l'abandon de la seule théorie qui reconnaissait une spécificité à la terre.

Dans le domaine des politiques foncières, cette théorie a donné lieu au principe de confiscation de la rente. Trois formes en sont distinguées : une forme « douce », le prélèvement des plus-values par un impôt foncier, et deux plus radicales : la collectivisation des sols dans les pays communistes et leur « municipalisation » dans les pays démocratiques. L'imposition sur les plus-values foncières a été préconisée par Stuart Mill et par Henri George au XIX^e siècle. Elle a été expérimentée au siècle suivant, respectivement en Angleterre et à Taiwan pour citer les exemples les plus marquants. L'expérience française du PLD se rangerait dans cette catégorie, comme avatar d'un modèle néo-marxien de la rente, bien que cet instrument fiscal n'ait pas été préconisé par Topalov et Lipietz. Ce sont également les travaux d'Henri George qui ont inspiré les politiques de municipalisation des sols et d'appropriation collective des terres par les mouvements pionniers. Enfin, la démarche la plus radicale fut la collectivisation des sols dans les pays gagnés par l'idéologie marxiste. Aujourd'hui, à l'heure où les valeurs foncières semblent devenues totalement incontrôlables, le maintien de la maîtrise des sols par l'Etat dans certains pays en transition vers l'économie de marché, comme la Chine ou le Vietnam, constitue une bonne solution (tout au moins tant qu'elle demeure acceptable). À l'évidence, ce choix a été plus avisé que l'option prise par la Russie et ses anciens satellites de privatiser les terres. De même, la mise hors marché des terrains dans les pays démocratiques, par la municipalisation des sols ou le contrôle de tout ou partie de l'aménagement urbain par des opérateurs publics, s'est avérée payante. Mais l'échec des tentatives de confiscation douce de la rente, en France, en Grande Bretagne et plus récemment en Corée du Sud, nous enseigne qu'il est illusoire, voire néfaste, de chercher à séparer le bon grain de l'ivraie dans un régime de marché ouvert.

Si l'on se cantonne au strict domaine de la recherche, le paradigme thunénien a été bien plus fécond que son équivalent ricardo-marxien. Toutefois, si l'on fait exception de son intéressant dérivé lointain qu'est la méthode hédonique, la N.E.U. semble avoir atteint ses limites. Pousser davantage la sophistication des modèles de villes stylisées ne pourra conduire à une meilleure compréhension des phénomènes urbains, car les hypothèses fondatrices de ces modèles sont éminemment irréalistes. En revanche, les approches des néo-marxistes français ont ouvert une voie de recherche originale – bien que très éloignée des travaux initiaux et sans rapport avec l'idéologie qui les sous-tendait, il convient de le souligner – qui met l'accent sur l'articulation entre marchés fonciers et immobiliers, éclairant en particulier le rôle des modes de production immobilière dans la formation des valeurs foncières (Tutin, Granelle, Renard, Vilmin, Aveline...).

Avec la globalisation des marchés financiers, de nouvelles théories ont vu le jour en économie financière. Parmi elles, celle des bulles spéculatives a fait l'objet d'applications au marché immobilier ou plus spécifiquement foncier dans certains pays d'Asie orientale. Ces tests de bulle souffrent d'insuffisances méthodologiques et s'avèrent dans l'ensemble peu convaincants. Ainsi, sur un même marché local, deux modèles peuvent conduire à des conclusions opposées sur l'existence présumée d'une bulle, comme ce fut le cas pour Tokyo. De telles incohérences n'ont pas, d'ailleurs, empêché les autorités japonaises d'invoquer la théorie de la bulle pour justifier leur politique anti-spéculative. Le Japon offre à ce jour l'unique expérience d'instrumentation politique à grande échelle d'une « bulle foncière ». Mais la notion de bulle s'est à l'évidence imposée dans la régulation des marchés monétaires par les banques centrales. On commence à l'évoquer également, depuis peu, pour tempérer l'euphorie dans l'immobilier résidentiel. Toutefois, la théorie de la bulle n'offre, en définitive, que la seule option d'agir sur les taux d'intérêt. Or, il n'est pas souhaitable de soumettre la gestion des marchés fonciers au seul pilotage des banques centrales. D'autant que les instruments de mesure des bulles immobilières sur lesquels celles-ci se fondent, fournis par les *think tanks* issus de groupes financiers ou immobiliers, restent très rudimentaires...

En dehors des théories de la rente et de la bulle, il reste celle de l'équilibre néo-classique, qui forme en quelque sorte le substrat des politiques foncières. Nous sommes très loin aujourd'hui des préconisations de Walras en faveur de la collectivisation des terres. De fait, aucun pays capitaliste n'a poussé jusqu'au bout la logique walrassienne, sauf dans le cas particulier du territoire colonial de Hong Kong. Depuis plusieurs décennies, la problématique foncière n'est d'ailleurs plus prise en compte par la théorie néo-classique. Cette dernière, ayant fait du sol une marchandise ordinaire, se contente de préconiser des mesures frustes de soutien à l'offre. Il s'agit de « libérer » la ressource foncière de son indésirable carcan réglementaire, afin d'assurer le rééquilibrage entre l'offre et la demande pour stabiliser les prix. Comme nous l'avons vu, une telle politique conduit généralement aux résultats inverses de ceux escomptés : non seulement elle n'entraîne pas de baisse des valeurs foncières, mais nourrit les anticipations spéculatives. La raison en est que l'offre et la demande ne sont pas indépendantes comme le suppose la théorie néo-classique. Les travaux de Case et Shiller sur les croyances populaires, ainsi que ceux d'Orléan et de Soros sur la rationalité des investisseurs, témoignent bien des relations de circularité dans les processus cognitifs. Ces approches hétérodoxes contribuent à saper les bases de la mécanique bien huilée des modèles néo-classiques. En restituant aux agents leur vision imparfaite de la réalité et leur rationalité évolutive selon le cours des événements, elles redonnent à la science économique pleinement sa place au sein des sciences humaines et sociales.

L'incapacité de la théorie économique à incorporer la problématique foncière témoigne bien, en effet, de la nécessité pour cette discipline de « s'humaniser » et de se « socialiser ». Il ne s'agit pas seulement de rompre avec la figure de *l'homo economicus*, mais de prendre des distances avec l'individualisme méthodologique de l'approche néo-classique.

Dans cette perspective, nous proposons ici trois grandes orientations de recherche, sans que celles-ci aient bien entendu vocation à épuiser le sujet. Il serait souhaitable, en premier lieu, de poursuivre le développement des travaux empiriques sur les marchés fonciers locaux, en s'efforçant de leur donner une dimension interdisciplinaire et un caractère comparatif. Dans ce domaine, la recherche est encore très cloisonnée par aires culturelles. Là où les données chiffrées sont lacunaires, comme au Moyen-Orient et dans la plupart des pays en transition vers l'économie de marché, la recherche en économie immobilière demeure très peu développée, voire inexistante. Et pourtant, le poids macro-économique des actifs réels tend précisément à s'accroître dans ces pays. L'opacité de l'information ne doit pas décourager l'extension géographique de la recherche, car seule une démarche comparative pourra faire émerger de nouveaux cadres conceptuels et permettre aux Etats de se doter d'outils plus adaptés à la gestion des marchés fonciers.

Une seconde voie de recherche a été ouverte par les travaux sur les croyances populaires et la rationalité mimétique des agents. Pour mieux connaître les processus cognitifs des investisseurs sur les marchés fonciers et immobiliers, il est important d'étudier comment se forment les représentations de ces acteurs. Autrement dit, il convient d'analyser le « formatage » de l'information présidant au diagnostic fondamentaliste initial, puis à la formation d'une convention. Il s'agit ensuite d'examiner les points d'inflexion articulant les diverses étapes des processus cognitifs. La science économique n'est pas outillée pour aborder seule ce champ de recherche. Des collaborations avec les sciences cognitives semblent s'imposer, sans que soient pour autant exclues d'autres disciplines des sciences sociales.

L'évolution que subit actuellement le droit de propriété, sous la forme à la fois d'un durcissement et d'un morcellement, pourrait constituer une troisième orientation de recherche. Nous avons abondamment souligné l'importance des règles d'urbanisme et de construction dans la formation du prix du sol. À l'évidence, une modification des équilibres entre propriété privée et intérêt collectif ne manquerait pas de se répercuter sur les mécanismes de formation du prix du sol. De même, l'expansion de l'immobilier titrisé, par l'alternative qu'il offre au crédit pour la construction et à l'investissement financier pour l'épargne, exercera une influence conséquente sur les dynamiques des marchés fonciers. Dans quelle mesure la volatilité de l'immobilier indirect affectera-t-elle le marché immobilier global ? Là encore, c'est vers l'Asie orientale qu'il conviendra de porter son regard pour l'évolution future, car les REITs ne sont encore qu'au stade embryonnaire dans cette zone la plus dynamique de la planète.